

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE - FİNANSMAN BİLİM DALI**

**MUHASEBEDE DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİ İLE
İLİŞKİSİNİN TESPİTİ**

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
Emine ÇINA BAL**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Remzi ÖRTEN**

Ankara – 2008

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Emine INA BAL'a ait "Muhasebede Değerleme ve Firma Değeri ile İlişkisinin Tespiti" adlı çalışma 26.09.2008 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (oybirliği/oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Muhasebe - Finansman Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. ORHAN SEVİLENGÜL (Başkan)

Prof. Dr. REMZİ ÖRTEN

Prof. Dr. KAMİL BÜYÜKMİRZA

Prof. Dr. YURDAKUL ÇALDAĞ

Prof. Dr. AHMET AKSOY

ÖNSÖZ

Değerleme kavramı hem muhasebe alanında hem de finans alanında önemli bir kavramdır. İşletme sahip ve yöneticileri dahil, işletme ile ilgili kişi ve kuruluşların tümünün işletme ile ilgili bilgileri finansal tablolardan sağladıkları düşünüldüğünde, muhasebedeki değerleme sürecinin önemi bir kez daha görülür.

Firmanın ve finansal tablolarının analiz edildiği temel analize dayalı muhasebe temelli değerleme yöntemleri de yaygın olarak yatırımcılar tarafından firma değerlemesinde kullanılmaktadır.

Çalışmada muhasebedeki değerleme esasları ne olduğu ve firma değeri ilişkisi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesindeki değerli katkılarından dolayı tez danışmanım sayın hocam Prof. Dr. Remzi ÖRTEN'e, Doçent Dr. Mehmet ASLAN ve Siddık ASLAN hocalarıma çok teşekkür ederim. Ayrıca bu tezi yazmam konusunda bana destek veren eşim Hasan BAL'a ve çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Ankara - 2008

Emine ÇINA BAL

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMA CETVELİ	v
TABLolar CETVELİ	vi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MUHASEBE KURAMINDAKİ DEĞERLEME KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1. DEĞERLEME KAVRAMI.....	3
1.2. MUHASEBE KURAMINDAKİ DEĞERLEMENİN AMACI VE ÖNEMİ.....	5
1.3. MUHASEBE KURAMINDA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ..	6
1.3.1.Tarihi Maliyet Yöntemi.....	7
1.3.2. Cari Değer Yöntemi.....	8
1.4. MEVZUATTA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	10
1.4.1. Vergi Usul Kanunu'nda Değerleme.....	10
1.4.2. Türk Ticaret Kanunu'nda Değerleme.....	14
1.4.3. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değerleme.....	17
1.5. GERÇEĞE UYGUN DEĞER YÖNTEMİ.....	19
1.6. ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA STANDARTLARI (IFRS/IAS) İLE UYUMLU TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARINDA DEĞERLEME.....	27
1.6.1. Değerlemeye Konu Olan Varlık ve Yükümlülükler.....	28
1.6.2. Değerleme Esasları.....	33
1.7.ULUSLARASI DEĞERLEME STANDARTLARINDA DEĞERLEME	40

İKİNCİ BÖLÜM

TEMEL ANALİZE DAYALI (MUHASEBE TEMELLİ) FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. FİRMA DEĞERLEMESİ KAVRAMI.....	44
2.2. VARLIKLAR ÜZERİNDEN HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN DEĞER KAVRAMLARI.....	45
2.2.1.Nominal Değer.....	45
2.2.2.Defter (Bilanço) Değeri.....	45
2.2.3.Piyasa Değeri.....	46
2.2.4. Tasfiye Değeri.....	46
2.2.5.İşleyen Teşebbüs Değeri.....	46
2.2.6.Gerçek Değer.....	47
2.2.7.Aktif Değeri	47
2.2.8.Net Aktif Değeri	47
2.2.9.Hurda değer	47
2.3. FİRMA DEĞERLEME MODELLERİ	48
2.3.1. İskonto Temelli Modelleri.....	49
2.3.2.Temel Analize Dayalı Muhasebe Temelli Modeller	50
2.4.FİRMA DEĞERLEMESİNDE TEMEL ANALİZ.....	50
2.4.1.Ekonomi Analizi.....	51
2.4.2. Sektör Analizi	52
2.4.3. Firma Analizi.....	52
2.5. FİRMA ANALİZİNDE FİNANSAL TABLOLARIN VE FİNANSAL TABLO ANALİZİNİN ÖNEMİ.....	53
2.5.1. Finansal Tablo Tanımı ve Amaçları.....	53
2.5.2.Finansal Tablo Kullanıcıları.....	54
2.5.3. Firma Değerlemesinde Finansal Tablo Analizi ve Önemi...	56

2.6. ORAN ANALİZİ YÖNTEMİYLE FİRMA ANALİZİ.....	61
2.6.1. Likidite Oranları.....	63
2.6.2.Faaliyet Oranları.....	65
2.6.3.Mali Yapı Oranları.....	67
2.6.4.Kârlılık Oranları	69
2.6.5. Piyasa ile ilişkili oranlar	71
2.6.5.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	72
2.6.5.2. Fiyat Kazanç Oranı	73
2.6.5.3. Piyasa Değeri/ Nakit Akışı Oranı.....	74
2.6.5.4.Piyasa Değeri/ Satışlar Oranı.....	75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUHASEBEDE DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN UYGULAMA

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi.....	76
3.2. Çalışmanın Yöntemi.....	77
3.2.1. Veri Toplama Yöntemi.....	77
3.2.2. Veri Analiz Yöntemi.....	79
3.3. Bulgular ve Yorum.....	83
SONUÇ	140
KAYNAKÇA	145
ÖZET	152
ABSTRACT	154

KISALTMALAR CETVELİ

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
FASB	: Financial Accounting Standards Board - Finansal Muhasebe Standartları Kurulu
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IAS	: International Accounting Standards - Uluslararası Muhasebe Standartları
IASB	: International Accounting Standards Board - Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
IASC	: International Accounting Standards Committee - Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TMUDESK	: Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu
TÜRMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standardı
UMS	: Uluslararası Muhasebe Standardı
VUK	: Vergi Usul Kanunu

TABLOLAR CETVELİ

Tablo No	Tablo Adı	Sayfa
Tablo 1.1:	Gerçeğe Uygun değer ile Maliyet Değerinin Karşılaştırılması.....	21
Tablo 1.2:	UMS/TFRS'e Göre Varlık ve Yükümlülüklerin Değerleme Esasları.....	35
Tablo 3.1:	Çalışmaya dahil edilen şirketler aşağıdaki gibidir.....	81
Tablo 3.2:	Kanonik Korelasyon için Kullanılan Değişkenler.....	85
Tablo 3.3:	Adana Çimento Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	84
Tablo 3.4:	Adana Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	85
Tablo 3.5 :	Anadolu Cam Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	88
Tablo 3.6:	Anadolu Cam Sanayi A.Ş için regresyon analizi sonuçları.....	89
Tablo 3.7:	Bolu Çimento Sanayi A.Ş. için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	92
Tablo 3.8:	Bolu Çimento A.Ş için regresyon analizi sonuçları.....	93
Tablo 3.9:	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	96
Tablo3.10:	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. için regresyon analizi sonuçları.....	97
Tablo 3.11:	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	100
Tablo3.12:	Çimsa Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	102
Tablo 3.14:	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş için regresyon analizi sonuçları.....	104
Tablo 3.15:	Denizli Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	108
Tablo 3.16:	Denizli Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İçin Regresyon Analizi Sonuçları.....	109
Tablo 3.17:	Eczacıbaşı Yapi Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	111
Tablo 3.18:	Eczacıbaşı Yapi için regresyon analizi sonuçlar.....	112
Tablo 3.19:	Haznedar Refrakter Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	114
Tablo 3.20 :	Haznedar Refrakter için regresyon analizi sonuçları.....	116
Tablo 3.21:	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	119
Tablo 3.22:	İzocam Ticaret Ve Sanayi A.Ş için regresyon analizi sonuçları.....	119

Tablo 3.23:	Konya Çimento Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	121
Tablo 3.24:	Konya Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	122
Tablo 3.25:	Kütahya Porselen Sanayi Anaonim Şirketi için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	124
Tablo 3.26:	Kütahya Porselen için regresyon analizi sonuçları.....	125
Tablo 3.27:	Mardin Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	127
Tablo 3.28:	Mardin Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	128
Tablo 3.29:	Oysa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	130
Tablo 3.30:	Oysa Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	131
Tablo 3.31:	Trakya Cam Sanayi A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	133
Tablo 3.32:	Trakya Cam için regresyon analizi sonuçları.....	134
Tablo 3.33:	Ünye Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları.....	136
Tablo 3.34:	Ünye Çimento için regresyon analizi sonuçları.....	137

GİRİŞ

Muhasebe bilgi sisteminin çıktıları olan finansal tablolara yönelik olarak yapılan eleştirilere rağmen finansal tablolar yatırımcı ve diğer çıkar gruplarının firma değerini belirlemelerinde kullandıkları en önemli bilgi kaynaklarıdır. Finansal raporlar ile açıklanan bilginin hisse senedi fiyatlarına olan etkileri ve bu bilgilerin yatırımcılarca ne şekilde değerlendirilip kullanıldığı, kâr rakamı ve hisse senedi değeri ilişkileri konuları yıllardır muhasebe araştırmaları alanında incelenen konuların başında yer almaktadır.

İşletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş bir sunumu olan finansal tabloların başta yatırımcılar olmak üzere ilgi gruplarının ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için işletmenin finansal durumu, performansı (faaliyet sonuçları) ve nakit akışları hakkında gerçeğe uygun bilgi sağlamaları gerekmektedir. Bu noktada da varlık ve kaynaklara ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemleri önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü değerlendirme yöntemlerine göre varlık ve kaynak unsurlarının büyüklüğü ve dolayısıyla kârın büyüklüğü değişebilmektedir. Bir finansal tablo kaleminin kayıtlarda ilk tanınması esnasında ve daha önce tanınmış olan varlık veya yükümlülüğün olaylar veya durumların gerekli kılması nedeniyle yeniden ölçümlenmesi sırasında, her iki durumda da değerlendirme işlemi yapmak gerekmektedir. Buna bağlı olarak faaliyet sonuçları ve finansal görünümleri de değişebilmektedir.

Firma değerlemesinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımına dayalı yöntemler ve muhasebe temelli yöntemler olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür. Muhasebe temelli yöntemlerin esasını temel analiz oluşturur ve yaygın olarak kullanılır.

Çalışmanın birinci bölümde ülkemizdeki çeşitli mevzuatlar açısından ve Türkiye Finansal Raporlama Standartlarındaki değerleme esaslarına değinilmiştir.

İkinci bölümde firma değerlemesinde finansal tabloların ve finansal tablo analizi ve önemi ve oranlar yöntemiyle analize değinilmiştir

Uygulamaya yönelik üçüncü bölümde ise 1995/03-2007/03 döneminde İMKB’de ulusal pazarda işlem gören, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründeki 16 adet firmanın üçer aylık toplam 49 döneme ait bağımsız denetimden geçmiş bilânço ve gelir tabloları verileri kullanılarak birinci amaç olarak muhasebedeki değerleme yöntemlerindeki değişimin firma piyasa değerini etkileme derecesini, ikinci amaç olarak da muhasebe verilerine dayalı (finansal tablo analizi sonucu üretilmiş oranlar) 16 adet değişkenin firma piyasa değerini açıklama gücü test edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

MUHASEBE KURAMINDA DEĞERLEME KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bu bölümde değerleme kavramına, mevzuatta ve Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları ile uyumlu Türkiye Finansal Raporlama Standartlarındaki değerleme esaslarına değinilmiştir.

1. 1. DEĞERLEME KAVRAMI

Değer, satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili iktisadi bir kavramdır. Değer esasen belirli bir zaman zarfında satın alma amacı doğrultusunda bir mal veya hizmet için ödenmesi muhtemel fiyatın bir tahminidir¹. Değerleme ise değerın takdir sürecidir.

Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlüğünde değerleme; değerlemek işi, değer biçme, bir malın değerini belirleme, evalüasyon olarak tanımlanmıştır².

Değerleme kavramı UFRS/UMS Kavramsal çerçevede “ölçümleme” olarak ifade edilmiş ve tanımlanmıştır. Buna göre ölçüm, finansal tablolarda yer alan unsurların bilançoda ve gelir tablosunda tahakkuk ettirilecekleri ve gösterilecekleri parasal tutarların belirlenmesi işlemini ifade eder. Bu işlem uygulanacak ölçüm (değerleme) esasının da seçilmesini içerir³. Bir varlık gelir veya giderin varlığını kabul edip kayıtlara geçirilmesi işlemi olarak nitelendirilen tanıma işlemi UFRS/UMS Kavramsal çerçevenin 82. paragrafında “Finansal tablo kalemi sayılma kriterlerini taşıyan ve tanımına

¹ SPK: “Sermaye Piyasasında Uluslar arası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”, Seri:VIII, No:45, 2006. 1 s.250.

² (Erişim) <http://www.tdk.gov.tr>, 15.02.2007

³ TMS Kavramsal Çerçeve, Madde 99. <http://www.tmsk.org.tr>

uyan kalemlerin bilanço ve gelir tablosuna dahil edilmesi işlemine “tanıma” denir.” şeklinde ifade edilmiştir.

Sonuç almak, takdir etmek, tahmin etmek anlamına gelen “ölçümleme” kavramı ise; “Kayıtlarda tanındıktan sonra bilanço ve gelir tablosuna taşınacak olan finansal tablo kalemlerinin parasal tutarlarının belirlenmesi işlemidir”. Bu işlem ilgili varlığa veya yükümlülüğe özel ölçümleme esaslarının seçimini de içerir⁴.

“Ölçümleme” finansal muhasebe de aşağıdaki durumlarda gereklidir.⁵

1- Bir finansal tablo kaleminin kayıtlarda ilk tanınması esnasında

2- Daha önce tanınmış olan varlık veya yükümlülüğün olaylar veya durumların gerekli kılması nedeniyle yeniden ölçülenmesi sırasında

Muhasebe literatüründe, yukarıda saydığımız iki durumda da finansal tablo kalemleri ile ilgili olarak hem ilk kayda alma, hem de daha sonra yapılan ölçümleme işlemi “değerleme” işlemi olarak ifade edilmektedir.

Muhasebe kuramı açısından bakıldığında “değerleme” kavramı aşağıdaki şekillerde tanımlanmaktadır:

Değerleme, “finansal tablo unsurlarının finansal tablolarda izlenecek tutarlarının belirlenmesi işlemidir”⁶.

Değerleme, “belirli bir iktisadi kıymetin belli bir zamandaki kıymetinin belli bir para cinsinden ifade edilmesidir”⁷.

⁴ Necdet Şensoy, “UFRS’deki Değerleme Ölçüleri” Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası “ Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu –V, Antalya, 26 Şubat - 02 Mart 2006, s.11

⁵ Necdet Şensoy: **a.g.m.**, s. 12.

⁶ Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına İlişkin Kavramsal Çerçeve Hakkında Tebliğ, Madde: 99.

⁷ Muzaffer Küçük , Dönem sonu işlemleri ve değerlendirme, **Yaklaşım**, Sayı 121, Ocak 2003, s.11.

Değerleme; “İşletmenin varlık ve kaynak yapısının belli bir tarihteki değerlerini ortak bir ölçü birimi ile ifade edilmesidir”⁸.

“Finansal tablo unsurlarının muhasebenin temel kavramları gereği ulusal para birimi cinsinden ifade edilmeleri gerekmektedir. Bu anlamda değerleme, envanter sonucu miktarları belirlenen işletmeye ilişkin varlık hak ve borçların değerlerinin ulusal para birimi cinsinden ifade edilmesi süreci” dir⁹ gibi farklı ifadelerle anlatılmaktadır.

“Ölçme” ve “değerleme” kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilirler fakat farklıdır. Ölçme, “nesne ve olaylara kurallara uygun olarak sayıların tayin edilmesidir”. Muhasebe de ölçme bir işletmenin geçmişteki şimdiki veya gelecekteki ekonomik faaliyetlerine, geçmişteki veya şimdiki gözlemlere dayanılarak ve kurallara uygun olarak sayıların tayin edilmesidir. Muhasebede para birimi işletmelerin sahip oldukları aktif ve pasiflerin ve diğer olayların finansal boyutunu ölçmede kullanılır. Muhasebe de değerlendirme ise işletme faaliyetlerine, aktif ve pasiflere parasal bir değer tayin edilmesi işlemidir.¹⁰

1.2. MUHASEBE KURAMINDA DEĞERLEMENİN AMACI VE ÖNEMİ

İşletme sahip ve yöneticileri dahil, işletme ile ilgili kişi ve kuruluşların tümünün işletme ile ilgili bilgileri finansal tablolardan sağladıkları düşünüldüğünde, muhasebe kuramındaki değerlendirme sürecinin önemi bir kez daha görülür. Değerleme işleminin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin tümünü dolaylı veya doğrudan etkilemesi, değerlendirme işleminin tüm ilgili kişiler açısından önemli kılmaktadır.¹¹

⁸ Nalan Akdoğan, Hamdi Aydın, **Muhasebe Teorileri**, Ankara, 1987, Gazi Üniversitesi Yayın No:98 s. 388.

⁹ Akdoğan , Aydın : **a.g.e.**, s.388.

¹⁰ Akdoğan, Aydın,**a.g.e.**,s. 387-388.

¹¹ Hüseyin Tokay, Ali Deran, Rafet Aktaş, “UFRS de Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi “, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt 7, Sayı 4., Aralık 2005, s. 92-94.

Ölçüm esaslarının seçimi, finansal tabloların hazırlanmasında kullanılacak olan muhasebe modellerini belirler ve farklı muhasebe modelleri de değişik derecelerde uygunluk ve güvenilirlik gösterirler¹².

Değerleme ilkeleri ve buna ilişkin ölçüler işletmenin finansal görünümünü ve faaliyet sonuçlarını etkileyen önemli bir konudur. Kârın doğru olarak saptanmasında değerleme ilkelerinin önemi büyüktür. Çünkü kullanılacak değerleme yöntemine göre kârın büyüklüğü farklı olabilmektedir.¹³ Yatırımcının da süreklilik kavramı içinde işletmenin kazanma gücü ile ilgilendikleri düşünülürse değerlendirme eylemi sınırını işletmenin başarı ölçüsü olan “kârlılık” kavramı ile değerlendirebiliriz. Başarının doğru olarak saptanması değerlendirme ilke ve yöntemleriyle ilişkilidir¹⁴.

1. 3. MUHASEBE KURAMINDA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Kârın ölçülmesinde değerleme yöntemlerinin önemi büyüktür. Değerleme yöntemlerine göre varlık ve kaynak unsurlarının büyüklüğü ve dolayısıyla kârın büyüklüğü değişebilmektedir. Bu nedenle faaliyet sonuçları ve finansal görünümleri de değişebilmektedir¹⁵.

Muhasebe kuramı açısından değerleme yöntemleri aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir;

- 1) Tarihi maliyet
- 2) Cari maliyet (değer)

¹² Remzi Örtten, Hasan Kaval ve Aydın Karapınar, **Türkiye Muhasebe- Finansal Raporlama Standartları**, Ankara, 2007, s.13.

¹³ Nalan Akdoğan, **a.g.e.**, 444.

¹⁴ Ömer Lalik: **İşletmelerde Firma Değerinin (Şerefiye) Muhasebe Açısından İncelenmesi**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, 1975, s.63.

¹⁵ Aydın Karapınar, “Uluslararası Muhasebe Standartlarında Firma Karı Üzerine Etki Eden Alternatif Muhasebe Politikalarına ve Türkiye’nin Uyum Derecesine İlişkin bir Araştırma”, Yayınlanmamış Doktora Tazii, Ankara, 2000, s. 29.

- a) Yerine koyma maliyeti
- b) Net gerçekleşebilir değer
- c) Net bugünkü değer
- d) Yoksun olma maliyeti
- e) Gerçeğe uygun değer

1.3.1. Tarihi Maliyet Yöntemi

Diğer değerleme yöntemine göre uygulanması ve anlaşılmasının daha kolay ve basit olması, kişisel görüş ve önyargıların etkisi altında kalınmadan yapılabildiğinden “tarihi maliyet” yöntemi muhasebe teorisinin ortaya çıkışından günümüze kadar temel değerleme yaklaşımı olarak kullanılmıştır.¹⁶

Tarihi maliyet yöntemine göre varlıklar işletmeye girinceye kadar yapılan tüm harcama ve tüketimler toplamı ile gösterilir. Varlıklar aktife girdikten sonra değer değişiklikleri gösterilmez.¹⁷Tarihi maliyet yönteminde kâr gerçekleşmiş hasılat ile edinme fiyatları üzerinden değerlendirilen tarihi maliyetli girdilerin tükenmiş (harcanmış) tutarları arasındaki farktır.¹⁸

Yönetici açısından tarihi maliyetin yararlarına bakıldığında hem geçmişe yönelik ispat edici, belgelerle verdikleri kararların etkinliklerini göstermekte, hem de bu tarihi veriler gelecekle ilgili olarak verecekleri kararlara da ışık tutmaktadır¹⁹.

Maliyet değeri, bir tahmin veya yargı konusu değil kesin ve kanıtlanabilir bir değerdir ve muhasebe verilerini kullananlar için kesinlik ve

¹⁶ Orhan Kahraman, “Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarındaki Değerleme Ölçülerinin Vergi Yasalarının Öngördüğü Ölçülerle Karşılaştırılması” muhasebe uygulamaları ve vergi mevzuatı sempozyumu- V Ankara,2006 Ankara SMMM Odası Yayın No:43, 35

¹⁷ Aydın Karapınar: **a.g.e,s.**30-33

¹⁸ Akdoğan,Aydın, **a.g.e.s.**385

¹⁹ Şensoy: **a.g.e,s.**26.

kanıtlanabilirlik özellikleri önemli olduğundan dolayı bu yöntem diğer yöntemlere göre daha güvenilir kabul edilmiştir. Ayrıca süreklilik varsayımı da varlıkların elde edilme maliyetleri üzerinden esas alınması gerektiğini söyler.²⁰

Karar vericilerin isteği üzerine özellikle de vergi amaçlı olarak tarihi maliyet kullanılmıştır.²¹

1.3.2. Cari Değer Yöntemi

Cari değer belirlenmesinde giriş ve çıkış fiyatlarının farklı olması ve kimi varlıklar için ne alış piyasalarında ne de satış piyasalarında fiyat oluşmaması cari değere ilişkin birden çok değer kavramı geliştirilmiştir. Bu kavramlar;

a) Yerine koyma (Yenileme) maliyeti; Bu yöntemde varlık ve kaynaklar değerlendirme günündeki cari satın alma değeri ile değerlendirilir. Varlıkların cari değeri aynı nitelikteki varlıkların satın alınması durumunda işletmenin katlanacağı maliyettir²². Cari değer hesaplanmasında esas alınacak varlıkların işletmedeki varlıklarla aynı nitelikte olmasına dikkat edilmelidir. Benzer varlıklar piyasada bulunmuyorsa yeni model maliyetleri birtakım düzeltmeler yapmak kaydıyla esas alınır. Örneğin yeni model varlığın maliyetinden işletmede bulunan varlığın yaşı göz önünde tutularak amortisman payının indirilmesi gereklidir.

Yerine koyma maliyeti çoğu zaman cari maliyetle eş anlamlı kullanılmakla beraber kimi zaman bu iki değer eşit olmayabilir. Cari maliyet ile yerine koyma maliyeti arasındaki fark; cari maliyet sahip olunan gerçek varlığın potansiyel hizmetinin maliyetine odaklanırken, yerine koyma maliyeti sahip olunan varlığın yerine geçmesi beklenen özellikte piyasada bulunabilen bir varlığın maliyetine odaklanmaktadır. Stoklarda olduğu gibi birçok durumda

²⁰Özgül Cemalcılar, Saime Önce, **Muhasebenin Kuramsal Yapısı**, Eskişehir 1999,s.52-53

²¹ Şensoy, **a.g.e**,s.26.

²² Aydın Karapınar: **a.g.e**,s.30-33

bu iki değer aynı varlığa gönderme yaptığı için cari maliyetle yerine koyma maliyeti aynı olacaktır. Ancak teknolojik gelişmeler nedeniyle duran varlıklar için fark olabilmektedir²³.

Bu yöntemde kaynakların nasıl değerlendirileceğine ilişkin kesin bir yanıt bulunamamıştır. Ancak yine de borçların yenileme maliyeti ile değerlendirilmesi gerektiği bunun için de mevcut borçların bugünkü koşullarda yenilenmesi halinde maliyeti ne olurdu sorusunun yanıtlanması gerektiği ileri sürülmektedir²⁴.

b) Net Gerçekleşebilir Değer ; Net gerçekleşebilir değer bir varlığın beklenen satış fiyatından tahmini satış maliyetleri düşüldükten sonra elde edilebilen tutarıdır.

Bu yöntemde varlıklar, cari piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek hasılatın esas alınarak değerlendirilir. Bu hasılatın, satış için yapılan giderler düşülür.

Bu yöntemde de borçların nasıl değerlendirilmesi konusunda kesin bir yargıya ulaşılamamıştır. Borçların nominal değerleri esas alınabileceği gibi borçların tekrar finanse edilebileceği fiyattan da yararlanılabilir²⁵.

c) Net Bugünkü Değer; Bir varlığın net bugünkü değeri varlığın devamlı kullanımından ve faydalı ömrünün sonunda satış ya da elden çıkarılması sonucunda ortaya çıkması beklenen tahmini gelecek nakit akışlarının bugünkü değeridir²⁶. Bu yöntemde varlıklar, gelecekteki kazanma gücü dikkate alınarak değerlendirilir.

d) Yoksun olma değeri; Bu değer değerlemeye konu olan varlıktan mahrum kalınması durumunda katlanılması beklenen en yüksek zarar tutarını

²³ Necdet Şensoy, "Değerleme Esaslarında Eğilim ve Etkileşimler", XXII. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Antalya, Mayıs 2003, s.27-28.

²⁴ Akdoğan, Aydın, a.g.e. s.450.

²⁵ Aydın Karapınar: a.g.e.s.

²⁶ Sensoy, a.g.m., s.

ifade etmektedir. Bu değerleme yöntemi yerine koyma maliyeti geri kazanılabilir değer net gerçekleşebilir değer ve kullanım değeri(ekonomik değer) yöntemlerinin bir arada kullanımını içermektedir²⁷.

e) Gerçeğe Uygun Değer; Karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasındaki bir varlığın el değiştirmesi ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır.

1.4. MEVZUATTA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ülkemizde muhasebenin yasal çerçevesini oluşturan mevzuatların “değerleme” konusuna bakış açıları ve değerleme işleminin nasıl yapılacağı konusuna getirdiği yaklaşımlar farklılık göstermektedir. Bu bağlamda, aşağıda VUK, TTK ve SPK’nın değerleme konusuna getirdiği yaklaşımlar ayrı ayrı incelenecektir.

1.4.1. Vergi Usul Kanunu’nda Değerleme

Vergi Usul kanununun üçüncü kitabı “Değerleme” ile ilgili hükümleri içermektedir (madde 258-330). Söz konusu kitap üç kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım “iktisadi kıymetlerin değerleri” ile ilgili hükümleri içermektedir (madde 258-298). ikinci kısımda “vergi değerleri” ile ilgili hükümler yer almakta (madde299-312) üçüncü kısımda ise “amortisman “ işlemleri tanımlanmakta ve uygulama esasları belirlenmektedir (madde 313-330). Dönem sonu işlemlerinde “değerleme” ilkeleri matrah belirlenmesi aşamasında önem arz etmektedir.

VUK madde 258 de değerleme “Vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespittir.” olarak tanımlanmıştır.

Bu bağlamda yapılacak takdir ve tespitlerde Vergi Usul Kanunu’nun "Değerleme" kitabında yer alan bağlayıcı hükümlere uygun davranmak gerekmektedir. Çünkü, yasal düzenleme gereği "Değerlemede, iktisadi

²⁷ Akdoğan Aydın, 2004 s. 70

kıymetlerin vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanlarda sahip oldukları kıymetler esas alınır." Bu bağlamda "Değerleme" kanunda yer alan değerleme ölçülerine göre yapılır.

Vergi Kanunları içerisinde de bazı değerleme ölçülerine yer verilmiş bulunmaktadır. Örneğin, Gelir Vergisi Kanunu'nda yer alan maliyet bedeli artırım, Katma Değer Vergisi Kanununda yer alan maliyet bedeli, emsal bedel ve emsal ücret kavramları gibi.

Vergi Kanunlarının değerleme tanımına ve değerleme esasları açıklamalarına bakıldığında, vergi kanunlarının değerleme konusunu vergi matrahının (mali kâr) doğru ve gerçek bir şekilde tespitine yönelik olarak düzenlediği anlaşılmaktadır.

Değerleme, iktisadi kıymetin nevi ve mahiyetine göre, aşağıdaki ölçülerden biri ile yapılır(VUK, madde:261):

1. Maliyet bedeli;
2. Borsa rayici;
3. Tasarruf değeri;
4. Mukayyet değer;
5. İtibari değer;
6. Rayiç bedel,
7. Emsal bedeli ve ücreti.
8. Vergi değeri;

Maliyet bedeli:

Maliyet bedeli, iktisadi bir kıymetin iktisap edilmesi veyahut değerinin artırılması münasebetiyle yapılan ödemelerle bunlara müteferri bilumum giderlerin toplamını ifade eder(VUK.md.262) .

Maliyet bedeli iki ayrı olgudan oluşmaktadır. Birincisi varlığın edinilmesi için yapılan ödemelerle yani alış bedeli ile bunun edinilmesi için yapılan masrafların toplamını, ikincisi ise bir iktisadi kıymetin değerini artırmak için yapılan ödemeleri ve diğer masrafların toplamını ifade eder.

VUK'a göre maliyet bedeli ile değerlendirilecek iktisadi kıymetler; gayrimenkuller, demirbaş eşya, emtia, zirai mahsuller ve hayvanlardır.

Borsa rayici:

Borsa rayici, gerek menkul kıymetler ve kambiyo borsasına, gerekse ticaret borsalarına kayıtlı olan iktisadi kıymetlerin değerlemeden evvelki son işlem gününde borsadaki muamelelerinin ortalama değerlerini ifade eder(VUK.md.263).

Fiyatlarda bariz kararsızlıklar görülen hallerde, son işlem günü yerine değerlendirme gününden önceki 30 gün içindeki ortalama rayici esas olarak aldirmaya Maliye Bakanlığı yetkilidir. Borsa rayicinin bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılması her şeyden önce kanunen kurulmuş borsaların varlığına bağlıdır.

VUK'a göre borsa rayici ile değerlendirilecek iktisadi kıymetler; menkul kıymetler, yabancı paralar ve yabancı paralı alacak ve borçlardır.

Tasarruf değeri:

Tasarruf değeri, bir iktisadi kıymetin değerlendirme gününde sahibi için arz ettiği gerçek değerdir(VUK.m.264). VUK' un “vadesi gelmemiş olan senede

bağlı alacaklar değerleme gününün kıymetine irca olunabilir” hükmü gereği senetli alacaklar tasarruf değeri ile değerlendirilmektedir.

Mukayyet değer:

Mukayyet değer, bir iktisadi kıymetin muhasebe kayıtlarında gösterilen hesap değeridir(VUK.m.265). Mukayyet değeri ile değerlendirilecek iktisadi kıymetler; alacaklar, kuruluş giderleri ve peştemallikler, peşin ödenen giderler ve gelir tahakkukları, peşin tahsil edilen gelirler ve gider tahakkukları, borçlar ve karşılıklardır.

İtibari değer:

İtibari değer, her nevi senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değerlerdir(VUK.m.266). İtibari değerle değerlendirilecek olan kalemler kasa ve çıkarılmış tahvilerdir.

Rayiç bedel:

Rayiç bedel, bir iktisadi kıymetin değerlendirme günündeki normal alım satım değeridir(VUK.m.266).

Rayiç bedel iktisadi kıymetlerin değerlendirme gününde satılmaları halinde piyasada kabul görebilecekleri değer olarak nitelendirilebilir. Herhangi bir iktisadi kıymetin piyasa rayici satıcı ile alıcının karşılıklı pazarlıkları neticesinde ortaya çıkar.²⁸ VUK’ un değiştirilmeden önceki 268. maddesinde vergi değeri , bina ve arazinin rayiç bedeli olarak tanımlanmakta idi ancak bu tanım 2002 yılında değiştirilmiştir. Halihazırda rayiç bedelle değerlendirilecek herhangi bir iktisadi kıymet bulunmamaktadır.

²⁸ Erkan Aydın: **a.g.m.**,s.31.

Emsal bedeli ve emsal ücreti:

Emsal bedeli, gerçek bedeli olmayan, veya bilinmeyen veyahut doğru olarak tespit edilemeyen bir malın, değerlendirme gününde satılması halinde emsaline nazaran haiz olacağı değerdir(VUK.m.267). Emsal bedeli ile değerlendirilebilecek iktisadi kıymetler; değeri düşen emtia, kıymeti düşen mallar ve maliyet bedelinin tespiti mümkün olmayan hayvanlardır.

Vergi değeri:

Vergi değeri, bina ve arazinin rayiç bedelidir(VUK.m.268). Bu bedel Emlak Vergisi Kanununun 29uncu maddesi ile aynı maddede belirtilen tüzük hükümlerine uygun olarak tespit olunur. VUK' un değerlendirme kısmında yazılı olmayan veya yazılı olup da kendi ölçülerıyla değerlemesine imkan bulunamayan iktisadi kıymetlerden bina ve arazi vergi değeriyle, diğerleri varsa borsa rayici, yoksa mukayyet değerleri, o da yoksa emsal bedeliyle değerlendirilir.

1.4.2 . Türk Ticaret Kanunu'nda Değerleme

1 Ocak 1957 de yürürlüğe girmiş olan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) uluslar arası ticari ve ekonomik ilişkilerin gelişmesi sonucunda değiştirilme ihtiyacı doğmuştur²⁹.

Halihazırda yürürlükte bulunan TTK 'nun değerlemeye ilişkin hükmü düzenleyen 75. maddesine göre” bütün aktifler, en çok bilanço gününde işletme için haiz oldukları değer üzerinden kaydolunur. Borsada kote edilen emtia ve kıymetler o günün borsa raicine göre ve tahsil edilemeyen veya

²⁹ Nuran Cömert Doyrangöl, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısındaki Değişikliklerin Muhasebeye Etkisi “ **Ankara SMM Odası Yayın NO: 43** s.223” “Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu -V“Ankara serbest muhasebeci mali müşavirler odası 26 Şubat-02 Mart 2006, Antalya.

ihtilaflı bulunanlar müstesna olmak üzere bütün alacaklar itibari miktarlarına göre hesap edilir. Pasifler, hususiyle bütün borçlar, şarta bağlı veya vadeli olsa bile itibari değeri üzerinden hesaba geçirilir. Ticaret şirketleriyle ticaret kurumlarının envanter ve bilançoları hakkında hususi hükümler mahfuzdur.”

TTK’nda temel değerlendirme ölçüsü olarak, bir iktisadi kıymetin değerlendirme gününde sahibi için arzettiği gerçek değeri ifade eden “tasarruf değeri” alınmaktadır. Borsaya kote edilen mallar ve kıymetler için ayrıca “borsa raici” kullanılabilen bir diğer değerlendirme ölçüsüdür. Alacaklar ve borçlar ise itibari değerleri üzerinden kayıtlara geçirilir³⁰.

TTK Tasarısında ise değerlendirme ölçüleri Türkiye muhasebe standartlarına dayandırılmaktadır.

TTK tasarısı madde 79’e göre; Duran ve dönen varlıklar Türkiye muhasebe standartları uyarınca amortismanlar düşüldükten sonra bu standartlarda gösterilen ölçülere göre değerlendirilir. Borçlar ve diğer kalemler için de aynı standartlar uygulanır.

TTK tasarısı madde 80’de “Değerlemede uygulanacak değerlerin belirlenmesi, tanımları kapsamaları, uygulanacak kalemlerin gösterilmesi ve değişiklikler Türkiye Muhasebe Standartlarına tabiidir” şeklinde açıklama yapılacak Türkiye Muhasebe Standartlarının temel alındığı belirtilmiştir.

Türk Ticaret Kanunu Tasarısına göre değerlendirme İlkeleri değerlendirme ölçülerinden farklı olarak değerlendirme dikkate alınacak taşıyıcı nitelikte evrensel kurallar olarak TTK Tasarısı Madde 78’de aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir³¹:

1. Bir önceki dönemin kapanış bilançosundaki değerler ile faaliyet döneminin açılış bilançosundaki değerler birbirinin aynı olmalıdır.

³⁰ Şeref Demir, “TTK’daki Değişikliklerin Vergilendirmeye Etkileri” “Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu -V”**Ankara serbest muhasebeci mali müşavirler odası Yayın No: 43** 26 Şubat-02 Mart 2006 Antalya s..253-255.

³¹ Şeref Demir, **a.g.m.s.** 254-255.

2. Fiili veya hukuki duruma aykırı olmadıkça, değerlemelerde işletme faaliyetinin sürekliliğinden hareket edilir.

Yukarıdaki iki ilkeye bakıldığında muhasebe temel kavramlarından *işletmenin sürekliliği* kavramının esas alındığı görülmektedir.

3. Bilanço kapanış gününde, varlıklar ve borçlar teker teker değerlendirilir,
4. Değerleme ihtiyatla yapılmalıdır; özellikle de bilanço gününe kadar doğmuş bulunan bütün olası riskler ve zararlar, bunlar bilanço günü ile yılsonu finansal tablolarının düzenlenme tarihi arasında öğrenilmiş olsalar bile, dikkate alınır; kazançlar bilanço günü itibariyle gerçekleşmişlerse hesaba katılır. Değerlemeye ilişkin olumlu ve olumsuz farkların dönem sonuçlarıyla ilişkilendirilmesinde Türkiye Muhasebe Standartları'ndaki esaslara uyulur.

Bu değerlendirme ilkesinde de *ihtiyatlılık kavramının* dikkate alındığı görülmektedir. Muhtemel gider ve zararların göz önüne alınıp muhtemel gelir ve karların ise gerçekleşme zamanına kadar dikkate alınmamları ihtiyatlılık kavramı gereğidir.

5. Faaliyet yılının gider ve gelirleri, ödeme ve tahsilat tarihlerine bakılmaksızın yılsonu faaliyet tablolarına alınırlar. Bu ilke, *tahakkuk* ilkesi diye adlandırılan muhasebenin temel varsayımlarından birini ifade eder. İlke aynı zamanda faaliyet dönemlerinin bağımsızlığı ilkesini de kapsar.
6. Önceki yıl finansal tablolarında uygulanmış yöntemler korunur. Bu ilke ile *tutarlılık* kavramının göz önüne alındığı görülmektedir. Aynı zamanda bu yöntemlerde kararlılık, karşılaştırılabilirlik ilkesinin gereğidir.

1.4.3. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değerleme

Sermaye Piyasası Kanununa tabi şirketler ile menfaat ilişkisi bulunan ve bulunması muhtemel kişilerin menfaatlerini korumak ve mali tabloların olduğundan farklı gösterilmesini engellemeyi ve bu kanuna tabi şirketlerin mali tablolarının karşılaştırılabilirliğini sağlamayı amaçlamaktadır.³²

Sermaye Piyasası Kurulu muhasebe standartlarının UFRS ile tam uyumunun sağlanması amacıyla, 2002 yılı başı itibarıyla başlatılan ve İMKB, bağımsız denetim kuruluşları, akademisyenler ve özel sektör temsilcilerinin katılımıyla gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda hazırlanan “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ” Taslağı, görüşleri alınmak üzere Maliye Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, TÜRMOB ve benzeri meslek odalarına gönderilmiş ve Kurul’un internet sitesi aracılığıyla kamuoyunun görüşlerine sunulmuştur. Bu kapsamda, gelen görüşler çerçevesinde gözden geçirilen Tebliğ Taslağı, nihai olarak tam set halinde 33 adet standart yayınlanmıştır. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler, yatırım ortaklıkları, hisse senetleri borsada işlem görsün veya görmesin tüm aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ile yer verilen bu işletmelerin bağlı ortaklığı, müşterek yönetime tabi ortaklığı ve iştiraki konumunda olan ve konsolidasyon kapsamı dışında tutulmamış olan şirketleri Tebliğ kapsamına alınarak söz konusu Tebliğ uyarınca raporlama yapmakla yükümlü tutulmuşlardır. Ancak, bankalar ve sigorta şirketleri Sermaye Piyasası Kanunu’nun 50/a maddesi kapsamında muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında kendi özel kanunlarındaki hükümlere tabi bırakılmıştır³³.

Tebliğ, 01.01.2005 tarihinden sonra sona eren ilk ara mali tablolardan geçerli olmak üzere yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir. Özel hesap dönemi

³² Levent Taşkın, a.g.m.,s,199

³³ www.horwathturkey.com/denetim/ufrs/ufrs-genelbakis.ppt

olan işletmeler için ise, Tebliğ'in 01.01.2005 tarihinden sonra sona eren yıllık hesap döneminden sonraki ilk ara mali tablolarıdan başlamak üzere uygulanmaya başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim ortaklıklarda yapılacak değerlendirme de kullanılabilecek değerlendirme yöntemleri ve bunların tanımları ve kullanım yerleri SPK tarafından çıkarılan 15.11.2003 tarih 25290 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan XI Seri ve 25 sıra no lu " Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları " hakkında tebliğle belirlenmiştir. Bu tebliğde yer alan değerlendirme kavramı; mali tablo unsurlarının mali tablolarda izlenecek parasal tutarlarının belirlenmesi süreci olarak ifade edilmiş ve bu süreçte de belirli değerlendirme yöntemlerinin seçildiği söylenmiştir. Tebliğin altıncı bölümü olan "Mali Tablolara Alınma" kısmı Madde 48'de yer alan değerlendirme yöntemleri ve tanımları aşağıdaki gibidir;³⁴

1. Tarihsel Maliyet: Varlıklar ödenen nakit ve nakit benzeri tutarlarıyla veya elde edilme tarihi itibarıyla, onları elde etmek için verilen diğer varlıkların makul değeri ile kaydedilir. Yükümlülükler; bu yükümlülüğün doğması karşılığında elde edilen tutarla, vergi gibi bazı durumlarda ise bu yükümlülüğün ifası için iş hayatının normal akışı içerisinde ödenmesi gerekli nakit ve nakit benzeri tutarıyla kaydedilir.
2. Cari Maliyet : Varlıklar cari durum itibarıyla aynı veya benzer bir varlığın elde edilmesi durumunda ödenmesi gereken nakit ve nakit benzeri tutarı üzerinden izlenir. Yükümlülükler ifa edilmesi için cari durumda gerekli olan nakit ve nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarı üzerinden izlenir.
3. Gerçekleşebilir Değer/ İfa değeri: Varlıklar, varlığın normal şartlarda satışı halinde elde edilebilecek nakit ve nakit benzerleri tutarı üzerinden izlenir. Yükümlülükler, ifa değeri üzerinden, diğer bir

³⁴SPK, " Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" Seri XI No: 25 sayılı tebliğ 15.11.2003 tarih 25290 sayılı Resmi Gazete.

deyişle, iş hayatının normal akışı içinde söz konusu yükümlülüğü ifa etmek için ödenmesi beklenen nakit ve nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarıyla mali tablolarda izlenir.

4. Bugünkü Değer: Varlıklar iş hayatının normal akışı içerisinde gelecekte üretmesi beklenen net nakit akımlarının iskonto edilerek cari değere getirilmiş değeri üzerinden izlenir. Yükümlülükler, iş hayatının normal akışı içerisinde bunların ifası için ödenmesi beklenen nakdi tutarın iskonto edilmiş cari değeri üzerinden izlenir.

İşletmeler aksi belirtilmedikçe mali tablolarını hazırlarken değerlendirme esası olarak tarihi maliyeti esas almak zorundadır. Ancak stokların değerlemesinde olduğu gibi stokların tarihi maliyetle net gerçekleşebilir değerden düşük olanı ile değerlendirilmesi veya borsada işlem gören menkul kıymetlerin piyasa fiyatı ile değerlendirilmesi öngörülebilir.³⁵

15/11/2003 tarihli ve 25290 sayılı Mükerrer Resmî Gazete’de yayımlanan Seri:XI, No:25 sayılı “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”e Seri: XI, 27 No’lu “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile “Mali tablo ve rapor ile dipnot formatları dahil bu Tebliğin 5 inci maddesi uyarınca Kurulca yayımlanan muhasebe standartları açıklamaları saklı olmak üzere, işletmelerin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını uygulamaları, bu Tebliğde öngörülen düzenleme ve ilan yükümlülüklerinin yerine getirilmesi hükmündedir.” şeklinde ek madde eklenmiştir.

1.5. GERÇEĞE UYGUN DEĞER YÖNTEMİ

Geleneksel muhasebe, değerlemede uzun yıllar tarihi maliyet yaklaşımının esas almıştır. Tarihi süreç içinde bakıldığında, muhasebenin gereksinimler ortaya çıktıkça geliştiği, muhasebe kavram ve uygulamalarındaki gelişmelerin finansal bilgi kullanıcılarının beklentileri

³⁵ SPK, “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları” Seri: XI No: 25 sayılı tebliğ

doğrultusunda gerçekleştiği görülmektedir. Ancak İletişim ve ulaşım teknolojilerinin yarattığı küreselleşme olgusu son yıllarda yaşanan ekonomik olaylar finansal bilgi kullanıcılarının bilgi ihtiyaçların farklılaşması nedeniyle, finansal tabloların gerçeğe uygun bir şekilde sunulması kaygısını beraberinde getirmiştir³⁶.

Tarihi maliyet yönteminin bir işletmenin faaliyet sonuçlarını ve mali durumunu doğru şekilde gösterebilme amacına ulaşmada yetersiz kalması üzerine finansal tablo kullanıcıları gerçeğe uygun değer arayışına girmişlerdir.³⁷

A.B.D, İngiltere gibi anglo-sankson ülkelerinde , yaygın bir paysahipleri kitlesinin olduğu güçlü sermaye piyasaları, büyük bir “bağımsız dış denetçi” mesleğinin varlığı ve ayrı vergi ile muhasebe kuralları göze çarpan unsurlardır. Bilgiye doğrudan ulaşamayan ve bu ülkelerdeki finansal piyasalarda işlem yapan hissedarların, gerçeğe uygun bilgi ihtiyacı mali tabloların hazırlanmasında gerçeğe uygun değer yönteminin temel alınmasına yol açmıştır³⁸.

Uluslararası Muhasebe Standartlarında gerçeğe uygun değer ” yansız danışıklı olmayan, ilişkili taraflar arasında olmayan ve objektif bir işlemde bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen tutar” olarak ifade edilmiştir.

“Gerçeğe uygun değer niteliksel bir değerdir. Piyasa değeri ise niceliksel bir değerdir. Gerçeğe uygun değer ne olması gerektiğini ideal olarak tanımlar, kullanılan değerleme ölçüsü ise buna farklı derecelerde

³⁶ Robert R. Sterling, “Cost (Historical versus Current) versus Exit Value”, Edited by Robert Bloom and Pieter T.ELGERS **Accounting Teory- Policy** 1987.s.345.

³⁷ Orhan Kahraman, “Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarındaki Değerleme Ölçülerinin Vergi Yasalarının Öngördüğü Ölçülerle Karşılaştırılması”, Muhasebe uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu **ANKARA SMMM ODASI Yayın No: 43**,s.39.

³⁸ Şensoy, **a.g.m.**,23.

yaklaşabilir. Sonuç olarak gerçeğe uygun değer bir şemsiye değer olduğu söylenebilir³⁹.”

Daha eski ve geleneksel bir muhasebe ilkesi olan “ihtiyatlılık” açısından bakıldığında gerçekleşmemiş zararların ve değer kayıplarının tanınmasını ve fakat kesinleşmemiş kazançların tanınmamasını öngörür, bu nedenle kötümser bir bakış açısidir. Gerçeğe uygun değer açıklama kaygısı taşındığı zaman ise muhtemel kesinleşmemiş kazançların da tanınması gerekir⁴⁰.

Maliyet değeri ile gerçeğe uygun değer birbirinin karşısı anlamlı değildirler. Maliyet değeri, işlemin gerçekleştiği tarihteki gerçeğe uygun değeridir⁴¹.

Maliyet değeri ve gerçeğe uygun değere göre hazırlanmasının finansal tablo unsurları üzerindeki etkileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 1.1: Gerçeğe Uygun değer ile Maliyet Değerinin Karşılaştırılması

Gerçeğe Uygun Değer	Maliyet Değeri
Finansal tablolardaki kalemlerin karşılaştırılabilirliğini artırır.	Finansal tablolardaki kalemlerin karşılaştırılabilirliğini azaltır.
Cari ekonomik koşullarda, varlıklardan beklenen getiriler ve yükümlülüklerden doğan sorumluluklarla ilgili bilgi sağlar. Sunulan bilgi ihtiyaca uygun ve ilgili	Varlıkların edinildiği ve yükümlülüklerin ortaya çıktığı tarihteki ekonomik koşullar altında, varlıklardan beklenen getiriler ve yükümlülüklerden kaynaklanan

³⁹ Necdet Şensoy “ufrs deki değerlendirme ölçüleri 32. smuh uygulamaları ve vergi mevzuatı sempozyumu 2006 aksu Antalya

⁴⁰ Necdet Şensoy ,a.g.m.,s.

⁴¹ Ümit Gücenme Gençoğlu, **Türkiye Muhasebe Standartları ve Uygulamalar** , Türkmen Kitapevi Yayın No: 297,s.8.

olma özelliği taşır.	sorumluluklar hakkında bilgi sağlar. Sunulan bilginin özelliği güvenilir olmasıdır.
Fiyat değişikliklerinin meydana geldiği andaki oluşan kazanç ve kayıpları gösterir. Gerçekleşmemiş gelir de kaydedilir.	Sadece bir satış veya ödeme sonucunda fiyat değişikliklerinden meydana gelen bir kazanç veya kayıp varsa o zaman gösterir. Gerçekleşmiş gelir kayıtlara alınır.
İşletme riskinin finansal tablolara yansıtılmasında daha gerçekçi bilgiler sunmaktadır.	İşletme riskinin finansal tablolara yansıtılmasında yetersizdir.
Kayıtlara ilk alınmada edinme maliyeti, piyasa fiyatı ve net bugünkü değeri gibi cari piyasa değerlerini esas alır.	Kayıtlara ilk alınmada maliyet değerini esas alır. Cari piyasa değerlerini dikkate almaz.
Varlıklar bilançoda piyasa fiyatları ve kullanım değerleri ile gösterilir.	Varlıkların bilançoda net defter değeri ile gösterilir.
Değerlemede cari ve gelecekteki muhtemel veriler net nakit akışları, opsiyon fiyatlaması gibi teknikler ile kullanılır.	Değerlemede tarihi veriler maliyet hesaplama teknikleri ile kullanılır.
Tahmin ve varsayımlar kullanabilmesi zayıf yanıdır.	Cari değeri yansıtamaması zayıf tarafıdır.

Kaynak: Diana W.WILLIS, Financial Assets and Liabilities- Fair Value or Historical Cost? FASB, www.fasb.org/project, Hüseyin Tokay ve diğ. "Uluslararası Muhasebe Ve Finansal Raporlama Standartlarında Gerçeğe Uygun

Değer Yaklaşımı Ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:7, Sayı:4, Aralık 2005, s.111-112.

Finansal tablo kullanıcıları arasında geniş bir yer tutan yatırımcılar için yatırım alternatifleri arasında seçim yaparken firmanın değerine ulaştıracak bilgi önemlidir. Değerleme yatırımcılar için yatırım kararlarında hem bir girdi hem de çıktı rolü oynar, finansal tablo verileri firma değeri tespitinde kullanan yatırımcı sonuçta yatırım yapıp yapmama kararı veriyor. Muhasebe verileri değeri nasıl ölçer ve hangi muhasebe hesapları değer hakkında bilgi verir? Soruları yapılan çalışmalarda cevabı aranan sorular arasında yer almıştır. Muhasebenin verilerin ölçüm ve bilgi verme görevi burada önem kazanıyor. Muhasebe verisi geçerli ve güvenilir ise yatırımcının işine yarar. Muhasebe verisinin güvenilir olmasında ölçüm esasları devreye giriyor.

Finansal tabloların gerçeğe yakın bilgi sunması kaygısıyla ortaya çıkan gerçeğe uygun değer yaklaşımının bu amacı ne kadar gerçekleştirip gerçekleştirmediği hala cevaplanması gereken bir sorudur⁴². Gerçeğe uygun değer ilgili olarak akla gelebilecek sorulardan bazıları aşağıdaki gibidir⁴³:

1. Gerçeğe uygun değere göre hazırlanan muhasebe bilgileri finansal tablo kullanıcıları için yararlı mı? Belki de tarihi verilere göre hazırlanan bilgiler daha faydalıydı.
2. Finansal tablolarda gerçeğe uygun değere göre ölçüm yapmak zor mu? Bu ölçüm zorluğu finansal tabloların güvenilirliğini etkiler mi?

⁴² Hüseyin Tokay, Ali Deran , Rafet Aktaş, **a.g.m.s.28**.

⁴³ Mary E. Barth, “ Valuation- Based Accounting Research: Implications For Financing Reporting And Opportunities For Future Research”, **Accounting And Finance** 40(2000) s.19.

3. Gerçeğe uygun değer çoğunlukla tahminlere dayandığından yöneticinin sağduyulu ve basiretli davranmasını ve sonuç olarak raporlanan bilginin güvenilirliğini etkiler mi?
4. Gerçeğe uygun değere göre değerlemenin yapıldığı muhasebe bilgisi firmaların yatırım kararlarını etkiler mi?
5. Firmanın defter değerindeki etkisi ile beraber gerçeğe uygun değer firma hisse senedi fiyatını açıklıyor mu? Eğer öyleyse bu finansal tablolarda açıklanan bilginin geçerliliğini de artırır. Değer güvenilir bir şekilde ölçüleceğinden bu hisse senedi fiyatlarına da yansır.
6. Gerçeğe uygun değerdeki değişiklikler gelecekteki performanstaki değişiklikleri de yansıtıyor mu?

Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından 2006 yılı Eylül Ayında 157 nolu “ Gerçeğe Uygun Değer Ölçümleri” adlı standart yayınlanmıştır. FASB 157’de “Gerçeğe Uygun Değer, ”değerleme tarihindeki piyasadaki katılımcılar arasındaki düzenli olarak gerçekleşen bir işlemde, bir varlığı satarken alınacak veya bir borcu devrederken (borcun el değiştirmesi) ödenecek fiyat” olarak tanımlanmaktadır (madde:5).

Gerçeğe uygun değerın piyasadan elde edilen bilgilere dayalı olarak tespit edilmesi gerektiği 157 nolu standartta açıkca belirtilmiştir. Piyasa katılımcıları olarak ifade edilen alıcı ve satıcıların varlık veya borcu fiyatlandırmada kullanacakları varsayımlarına dayanak teşkil edecek üç aşamalı bir hiyerarşi oluşturulmuştur⁴⁴. Gerçeğe uygun değer hiyerarşisinde üç seviyeli aşağıdaki şekilde bir aşama söz konusudur.

Seviye 1: uygun olduğu her zaman bu bilgi kullanılmalıdır.

⁴⁴ Yıldız Akbulut, “Gerçeğe Uygun Değerin Ölçülmesine Yönelik Yeni Yaklaşımlar: FASB 157 Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, cilt:9 say:1 Mart2007 s..25.

Seviye 2: Eğer uygun değilse, benzer varlık ve borçlara ilişkin gözlemlenebilir (kote edilmiş)piyasa fiyatları kullanılır.

Seviye 3: Eğer uygun değilse diğer değerlendirme teknikleri kullanılır.

Bu hiyerarşide öncelik gözlemlenebilir girdilere verilmiştir. Aktif bir piyasada işlem gören varlık ve borca ilişkin kote olan fiyatlar gerçeğe uygun değer en uygun ölçüsü olarak ele alınmaktadır. Standart varlık ve borca ilişkin piyasa faaliyetlerinin olmadığı durumlarda gözlemlenemeyen girdilerin kullanılmasına izin vermektedir. Ancak bu gibi durumlarda dahi, işletmenin piyasa katılımcılarının varsayımları hakkında bilgi edinmek için yeterli çabayı göstermesi gerekmektedir⁴⁵.

Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarında ise gerçeğe uygun değer, “karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutar” olarak tanımlanmaktadır. Tanımlar arasındaki farklılıklar aşağıdaki gibi açıklanabilir;

1. FASB 157’deki tanım açıkça çıkış (satış) fiyatını ifade etmektedir. ‘UMS/ UFRS lerde geçen tanım ise ne açıkça çıkış fiyatını ne de giriş (alış) fiyatını ifade etmektedir.

2. FASB 157’deki tanım açıkça piyasa katılımcılarını işaret etmektedir. UMS/ UFRS ‘lerde geçen tanım ise, karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli grupları işaret etmektedir.

Piyasa katılımcıları, asıl (veya en avantajlı)piyasadaki alıcılar ve satıcılardır. Bu katılımcıların özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir (md.10)

- Raporlamayı yapan şirket bağımsızdır, katılımcılar birbirleriyle ilişkili taraf değildir. (çıkar grupları olmayacak)

⁴⁵ Yıldız Akbulut ,a.g.m.,s.25.

- Varlık ve borç hakkında bilgili, yapılan işlem hakkında nedensellik kurabilecek anlama yeteneğine sahiplerdir (bilgi iyi niyetli çabalarla elde edilmelidir)

- Varlık ve borç için işlem yapabilme gücüne sahiptirler (bu işlemi yapabilecek yasal ve finansal yeterliliğe sahip olmalıdırlar)

- Varlık ve borç için işlem yapmaya isteklidirler. Ancak bu istek zorunluluk veya diğer bir değişle mecburiyetten kaynaklanmamalıdır.

3. FASB 157’de borçlar açısından gerçeğe uygun değer tanımı, borcun devredilmesi fikrine dayalıdır. UMS/ UFRS ‘lerde ise karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasında bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkan tutar işaret edilmektedir.

Gerçeğe uygun değeri ölçmekte, Piyasa yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve/veya Maliyet yaklaşımı ile uyumlu değerlendirme teknikleri kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar standartta aşağıdaki şekilde özetlenmiştir (md:18).

a) Piyasa yaklaşımı: Piyasa yaklaşımında aynı veya karşılaştırılabilir nitelikteki varlık ya da borçlara ilişkin piyasa işlemlerinden elde edilen fiyat ve diğer geçerli bilgiler kullanılmaktadır.

b) Gelir Yaklaşımı: Bu yaklaşımda gelecekte elde edilecek tutarların bugünkü değerini hesaplamaya yönelik değerlendirme teknikleri kullanılmaktadır.

c) Maliyet Yaklaşımı: Bir varlığın hizmet kapasitesini yenilemek için gerekli olacak tutarın hesaplanmasına dayalı bir yaklaşımdır.

1. 6. ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA STANDARTLARI (IFRS/ IAS) İLE UYUMLU TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARINDA DEĞERLEME

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) ;muhasebede ortak bir dilin oluşturulması ve muhasebe standartlarında yakınsamayı sağlamak üzere uluslararası muhasebe standartlarının kullanımının yaygınlaştırılmasını temel amaç olarak benimsemiştir⁴⁶. Halen 7 adet UFRS (IFRS) ve 31 adet UMS (IAS) kodlu muhasebe standardı olmak üzere toplam 38 standart ve Finansal Tabloların hazırlanması ve sunuluşu ile ilgili kavramsal çerçeve yürürlükte bulunmaktadır.

Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları, İlke bazlı, dinamik, özün önceliğini esas alan, her durum ve işletmeye özgü, esnek prensiplere bağlı standartlardır⁴⁷.

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları incelendiğinde varlık ve yükümlülüklerin değerlemesinde finansal bilgi kullanıcılarının ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak bu standartlarda gerçeğe uygun değer yaklaşımın benimsediği görülmektedir⁴⁸.

Türkiye de muhasebe standartları Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) tarafından yayınlanmaktadır. Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu da; Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını set olarak aynen uygulama konusunda ilke kararını almış ve IASB 'le yapılan telif hakkı sözleşmesi kapsamında uluslararası muhasebe standartlarının Türkçe çevirilerini Türk Muhasebe Standartları olarak resmi gazetede yayımlamıştır. TMS/TFRS ler Uluslar arası Muhasebe Standartlarıyla tam uyumludur. TMSK tarafından yayınlanan standartlar;

⁴⁶ Nalan Akdoğan, “ Türkiye Muhasebe Standartlarının İlk uygulamasında uyulacak Esaslar ve TFRS’ye Geçiş Bilançosunun Düzenlenmesi”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt.8., Sayı:1 Mart 2006.s.3.

⁴⁷ Hale Tugay, “Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarında Değerlemenin Rolü” <http://www.ku.edu.tr/files/corporate/282,17,Sonuc> (Erişim tarihi) 08.10.2007

⁴⁸ Aydın Karapınar, **IFRS Taslak 3 Göre İşletme Birleşmeleri**, s.87

- Kavramsal Çerçeve
- 8 adet TFRS
- 31 Adet TMS
- 21 Adet yorum

dan oluşmaktadır. TFRS /Kobi Standartları taslağının da çalışmaları devam etmektedir.

Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları ile Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının karşılaştırmalı olarak hangi konuları düzenlediği ve yayımlanan muhasebe standartlarının listesi EK-1 de verilmiştir.

1.6.1. Değerlemeye Konu Olan Varlık ve Yükümlülükler

UFRS ile uyumlu Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında yer alan değerlemeye konu varlık ve yükümlülükler aşağıdaki gibidir;

1. Stoklar:

TMS 2 'e göre stoklar;

a) İşin normal akışı içinde (olağan işletme faaliyetleri kapsamında) satılmak için elde tutulan;

b) Satılmak üzere üretilmekte olan; ya da

c) Üretim sürecinde ya da hizmet sunumunda kullanılacak ilk madde ve malzemeler şeklinde bulunan varlıklardır.

2. Maddi duran varlıklar:

- (a) Mal veya hizmet üretimi veya arzında kullanılmak, başkalarına kiraya verilmek veya idari amaçlar çerçevesinde kullanılmak üzere elde tutulan; ve
- (b) Bir dönemden daha fazla kullanımı öngörülen, fiziki kalemlerdir.”

3. Maddi Olmayan Duran varlıklar:

TMS 38 nolu Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardında Maddi olmayan duran varlıklar “ Fiziksel niteliği olmayan tanımlanabilir parasal olmayan varlıktır” olarak tanımlanmıştır.

Bir maddi olmayan duran varlık sadece ve sadece:

- (a) Varlıkla ilişkilendirilen beklenen gelecekteki ekonomik yararların işletme için gerçekleşmesinin muhtemel olması; ve
- (b) Varlığın maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi durumunda,

Muhasebeleştirilir(TMS 38 Md.21).

Bir varlığın maddi duran varlık olarak tanımlanabilmesi için yukarıdaki genel koşullardan başka Şeklinde genel koşullardan başka tanımlanabilir belirlenebilir olma, kontrol edilebilir olma ve gelecekte ekonomik fayda sağlama potansiyeli olması şeklinde özel koşullarda aranmaktadır.

4. Finansal Araçlar:

Bir işletmenin finansal varlığı ile diğer bir işletmenin finansal borcunda ya da özkaynağa dayalı finansal aracında artışa neden olan herhangi bir sözleşmeye finansal araç denir.

TMS 32 Madde 11 de finansal finansal varlık ve finansal borcun tanımı aşağıdaki şekilde yapılmıştır.

Finansal varlık: Aşağıdaki varlıklardan herhangi biridir:

a) Likit Kıymetler (nakit,döviz,çek, banka mevcutları gibi);

b) Başka bir işletmenin özsermayesine dayalı finansal araçlar (hisse senedi,müşterek yönetim payları gibi);

c) Sözleşmeden doğan;

* Likit kıymetler veya finansal varlık elde etme hakkı (diğer işletmelerin ihraç ettiği tahvil veya kâr zarara katılma belgesi ve benzeri borçlanma araçları, alacaklar ve kullandırılan krediler),

* Diğer işletmenin hisse senetlerini alma hakkı (hisse senedi opsiyonları,katılma intifa senetleri, rüçhan hakkı kuponları)

* Avantajlı durumlarda satın alma hakkı veren kontratlar

d) İşletmenin belirsiz bir sayıda kendi özsermaye araçlarını elde etme hakkı veya imkanı sağlayan sözleşmeler. Bunlar türev veya türev olmayan finansal araç olabilir.

Finansal borç: Aşağıdaki borçlardan herhangi biridir:

a) Başka bir işletmeye likit kıymetler veya diğer finansal araçlar verme yükümlülüğü (tahvil kar zarara katılma belgesi, hisse senedine çevrilebilir tahvil gibi ihraç edilmiş borçlanma belgeleri, mal ve hizmet satın alınması nedeniyle doğan ve finansal araçlarla kapatılabilen yükümlülükler- satıcılara borçlar, iştiraklere borçlar gibi)

b) Karşı tarafa ödeme yapma veya onun zararını karşılama imkanı veren türev ürün keşideleri veya opsiyon yazılımları

c) İşletmenin kendi özsermaye araçlarından bir kısmını verme zorunluluğunu getiren veya getirebilen ve türev araç olmayan sözleşmeler

TMS 39 da finansal araçlar dört gruba ayrılmıştır;

1. Alım satım amaçlı finansal varlıklar ve borçlar
2. Vadeye kadar elde tutulacak varlıklar
3. Kredi ve alacaklar
4. Satılmaya hazır finansal varlıklar

5. Tarımsal Ürün:

Canlı varlıklarının hasadı yapılmış ürünü anlamına gelir(TMS 41).

6. Biyolojik Varlık:

Yaşayan hayvan ve bitki anlamına gelen canlı varlık (TMS 41)

7. Yatırım Amaçlı Gayrimenkul:

Mal veya hizmet üretiminde ya da tedarikinde veya yönetim faaliyetlerinde kullanmak veya normal iş akışı çerçevesinde satmak amacıyla elde bulundurulanan varlıklara “sahibi tarafından kullanılan gayrimenkul” denir (TMS40).Buradaki gayrimenkulden kasıt her türlü maddi ve maddi olmayan duran varlıktır. Yatırım ise finansal yatırım anlamında kullanılmaktadır⁴⁹.

⁴⁹ Hasan Kaval, Uluslar arası Finansal Raporlama (IFRS/IAS) Uygulama Örnekleri ile Muhasebe Denetimi, Gazi Kitabevi, 2. Baskı,Ankara,2005,s:363.

8. İnşaat Yapım Sözleşmelerinden Doğan Varlık:

TMS 11 İnşaat (Yapım) sözleşmeleri standardının kapsamına; müşteri adına ve hesabına yapılan ve bir hesap döneminden daha uzun süren yapım sözleşmeleri girmektedir. (TMS 11.M.3)

9. Ertelenen Vergi Varlıkları;

İndirilecek geçici farklar ile mahsup edilemeyen mali zararların ve kullanılamayan vergi indirim ve istisnaların ileriye doğru taşınması nedeniyle, gelecek dönemlerde geri kazanılabilir vergi tutarıdır. Başka bir deyişle, gelecek dönemlerde ödenecek kurumlar vergisi rakamından indirilecek tutarlardır.

10. Ertelenen Vergi Yükümlülükleri;

Vergilendirilecek geçici farklar nedeniyle gelecek dönemlerde ödenecek vergi tutarıdır. Başka bir deyişle, gelecek dönemlerde ödenecek kurumlar vergisi rakamına ilave edilecek tutarlardır.

11. Emeklilik Haklarından Doğan Varlık

“TMS 19 Çalışanlara Sağlanan Fayda” standardında çalışanlara sağlanan fayda türleri;

1. Hizmet süresinde sağlanan kısa vadeli faydalar
2. Çalışma dönemi sonrasında sağlanan faydalar
3. Çalışanlara sağlanan diğer uzun vadeli faydalar
4. İş akdinin sona erdirilmesi nedeniyle sağlanabilen faydalar

olarak belirtilmiştir.

12. Araştırma ve Değerlendirme Varlıkları

TFRS 6 “Maden Kaynaklarının Araştırılması ve Değerlendirilmesi” standardında; “Araştırma ve değerlendirme varlıkları, işletmenin muhasebe politikaları uyarınca varlık olarak muhasebeleştirilen araştırma ve değerlendirme harcamaları kapsar” şeklinde tanımlanmıştır

13. Sigorta Varlıkları: TFRS 4 “Sigorta Sözleşmelerine İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı”nda “ Sigorta Sözleşmesi; Gelecekteki belirli bir kesin olmayan olayın (sigorta konusu olay) sigortalıyı olumsuz bir şekilde etkilemesi halinde sigortalıya tazminat ödemeyi kabul ederek bir tarafın (sigortacı) diğer taraftan (sigortalı) önemli bir sigorta riskini kabul ettiği sözleşme” olarak tanımlanırken, Sigorta Varlığı da; Sigorta sözleşmesine göre sigortacının sözleşmeye dayalı net hakları olarak ifade edilmiştir.

14. Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran:

TFRS 5 “Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı”nda “Bir duran varlığın defter değerinin sürdürülmekte olan kullanımdan ziyade satış işlemi vasıtası ile geri kazanılacak olması durumunda işletme, söz konusu duran varlığı (veya elden çıkarılacak varlık grubunu) satış amaçlı elde tutulan duran varlık olarak sınıflandırır şeklinde tanımlamıştır(TFRS 5 Md.6)”.

1.6.2. Değerleme Esasları

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS/ IAS) ile uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarında(TFRS) değerleme esasları incelendiğinde maliyet değerine dayalı modeller ve değer modelleri olmak üzere ikiye ayrılabiliriz⁵⁰. UFRS’lerde mali tablo unsurlarının değerlemesiyle ilgili olarak gerçeğe uygun değer yaklaşımı benimsenmiş olmakla birlikte maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, yatırım amaçlı gayrimenkullerin gibi

⁵⁰ Necdet Şensoy, “Değerleme Esaslarında Eğilim ve Etkileşimler “ s:32-37.

varlıkların aktife girişte maliyet bedeli ile kayıtlara alınacakları ve aktife alındıktan sonra maliyet modelini seçme alternatifleri bulunduğu belirtilmiştir. UFRS lerde gerçeğe uygun değer kavramı sıklıkla standartlarda karşımıza çıkmakla birlikte aşağıdaki değerlendirme ölçüleri de yer almaktadır;

1. Maliyet Bedeli; : Varlıklar elde edildikleri tarihte alımları için ödenen nakit veya nakit benzerlerinin tutarları ile veya onlara karşılık verilen varlıkların piyasa değerleri ile ölçümlenir. Borçlar borç karşılığında elde edilenin tutarı ile veya işletmenin normal faaliyetlerinden kaynaklanan borçlarda, örneğin, kurumlar vergisinde olduğu gibi, borcun kapatılması için gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilir(Kavramsal Çerçeve Md:100).
2. Cari Maliyet; Varlıklar aynı varlığın veya bu varlıkla eşdeğer olan bir varlığın alınması için halihazırda gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilirler. Borçlar, yükümlülüğün kapatılması için gereken nakit ve nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterilir(Kavramsal Çerçeve Md:100)..
3. Gerçekleşebilir Değer; Varlıklar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, bir varlığın elden çıkarılması halinde ele geçecek olan nakit ve nakit benzerlerinin tutarıdır. Borçlar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, kapatılmaları için ödenmesi gereken nakit ve nakit benzeri değerlerin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterilir(Kavramsal Çerçeve Md:100). Net gerçekleşebilir değer ise işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamalarının düşülmesiyle elde edilen tutarı ifade etmektedir.
4. Gerçeğe uygun değer; Karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır(TMS 2,md:6). TMS/TFRS

lerin birçoğunda de gerçeğe uygun değere atıf yapılarak birçok varlık ve borcun gerçeğe uygun değerle değerlendirileceği belirtilmiştir.

5. Kullanım Değeri; İşletmeye özgü bir değer olan kullanım değeri esas itibariyle varlıkların geri kazanılabilir tutarlarını tespit etmekte kullanılan bir hesaplama biçimidir. TMS 38 de Kullanım Değeri; “Bir varlık veya nakit yaratan birimden elde edilmesi beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeridir “şeklinde tanımlanmıştır.

Aşağıdaki tabloda TMS/TFRS de yer alan değerlemeye konu varlık ve yükümlülüklerin hangi esaslara göre değerlendirildiği yer almaktadır.

Tablo 1. 2: UMS/TFRS’e Göre Varlık Ve Yükümlülüklerin Değerleme Esasları

TARİHİ MALİYETLE DEĞERLEME	
TMS 2: Stoklar	TMS 2 Stoklar standardına göre stokların ilk muhasebeleştirilmesinde maliyet bedeli ile izleyen dönemlerde değerlemede ise stoklar maliyet ve net gerçekleşebilir değerin düşük olanı ile değerlendirilir (TMS 2, md:9-10).
TMS 16 : Maddi Duran Varlıklar	TMS 16 nolu Standartda bir maddi duran varlık kalemiyle ilgili gelecekteki ekonomik yararların işletmeye aktarılmasının muhtemel olması; ve ilgili kalemin maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi şartlarını sağlayan ve varlık olarak muhasebeleştirilen maddi duran varlık kaleminin ilk edinmede maliyet bedeli ile ölçüleceği belirtilmiştir(TMS 16 md.15, md.7). Standartda maddi duran varlıkların izleyen dönemlerde değerlemesinde; • Maliyet Modeli • Yeniden değerlendirme modeli Olmak üzere iki değerlendirme modeline yer verilmiştir. İşletmelerin muhasebe politikası olarak maliyet modeli modelini veya yeniden değerlendirme modelini seçmeleri kendi tercihlerine bırakılmıştır.

	Maliyet modelinin seçilmesi durumunda bir maddi duran varlık kalemi varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra, finansal tablolarda maliyetinden birikmiş amortisman ve varsa birikmiş değer düşüklüğü zararları indirildikten sonraki değeri ile gösterilir(TMS16 md:30).
TMS38:Maddi Olmayan Duran Varlık	Bir maddi olmayan duran varlık ilk muhasebeleştirilmesi sırasında maliyet bedeliyle ölçülür(TMS38 Md.24). Bir maddi olmayan duran varlık, ilk muhasebeleştirilmesinin ardından, maddi duran varlıkların değerleminde olduğu gibi maliyet modeli ve yeniden değerlendirme modeli olmak üzere iki değerlendirme modeline yer verilmiştir. Maliyet modelinin seçilmesi durumunda maliyetinden, tüm birikmiş itfa ve değer düşüklüğü zararları düşülmüş olarak izlenir(TMS 38 Md.74).
TMS 39: Finansal Araçlar	UMS 39/6'da finansal varlıklar ve finansal yükümlülüklerin kayıtlarda ilk defa tanınmasında bu kalemlerin maliyet değeri ile kaydedilmesi istenmektedir. Bunların maliyeti ise karşılığında verilen veya alınan bedelin gerçeğe uygun değeri kadardır. Kayıtlarda ilk tanınmalarından sonraki dönem sonlarında ise aşağıdaki finansal varlıklar maliyet değerleri ile değerlendirilir: *İşletmenin faaliyetlerinden ötürü ortaya çıkan ve başka bir kazanç sağlama amacı taşımayan borç ve alacaklar, * Vadesine kadar elde tutulacak (finansal) yatırımlar, *Faal bir pazarda belirlenmiş bir fiyatı bulunmayan ve makul değeri güvenilir şekilde ölçülemeyen, herhangi bir finansal varlık (UMS 39/ 69). Bunlardan sabit bir vadesi olanlar “etkin faiz yöntemi ile amorti (itfa) edilmiş maliyetle” değerlendirilir. Sabit bir vadesi olmayanlar ise maliyet değeri ile değerlendirilir (UMS 39/73).

TMS 40: Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	Yatırım amaçlı gayrimenkuller girişte maliyet bedeli ile ölçülür. Varlığın alım ve inşa edilmesi ile ilgili işlem maliyetleri de varlığın maliyetine dahil edilir.(TMS 40 md:20) Alım sonrasındaki değerlemede ise standartta gerçeğe uygun değer yöntemi ve maliyet yöntemi olmak üzere iki yonteme yer vermiştir. Maliyet Değeri Yöntemini seçen işletmelerde ise; varlıklar maliyet değerinden birikmiş amortismanlar ve birikmiş değer düşüklüğü zararları indirilerek gösterilir.
TFRS 6: Araştırma ve Değerlendirme Varlıkları	Araştırma ve değerlendirme varlıkları maliyet bedeli ile ölçülür(TFRS 6 Md.8). İlk muhasebeleştirmeden sonra, araştırma ve değerlendirme varlıklarına maliyet modeli ya da yeniden değerlendirme modeli uygulanır(TFRS6 M.12).
GERÇEĞE UYGUN DEĞERLE DEĞERLEME	
TMS 39: Finansal Araçlar	TMS 39 un 46. maddesinde varlık niteliğindeki türev ürünler de dahil olmak üzere finansal varlıkları, gerçeğe uygun değerlerinden ölçüleceği ibaresi bulunmaktadır. TMS 39 da dörde ayrılan finansal araçlardan ikisini oluşturan “alım satım amacıyla elde bulundurulanan” ve “satışa hazır menkul değerler” gerçeğe uygun değeri ile ölçülürler. İlk kayıttan sonra da gerçeğe uygun değerle değerlemesine karar verilmiş varlıklar (alacak ve krediler,menkul kıymetler, gömülü araçlar), ilk kayıttan sonrasında da gerçeğe uygun değerle değerlemesine karar verilmiş borçlar(finansal borçlar, ihraç edilmiş menkul kıymetler),alım satım amaçlı borçlar ve türevler gerçeğe uygun değerle değeri lenir.
TMS: 40 Yatırım Amacıyla Tutulan Emlak	İki yöntemden biri olan gerçeğe uygun değer yönteminde Yatırım amacıyla tutulan emlak'ın gerçeğe uygun değeri genellikle onun piyasa değeridir. Gerçeğe uygun değer yönteminde; yatırım amaçlı gayrimenkulün gerçeğe uygun değerindeki değişiklikten kaynaklanan kazanç veya kayıplar oluştukları dönemin kâr veya zararına dahil edilirler (TMS 40.Madde: 35).
Net Gerçekleşebilir Değer	

TMS 2: Stoklar	Net gerçekleşebilir değer; işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının, düşürülmesiyle elde edilen tutarı ifade eder. Net gerçekleşebilir değer tahmini; hesaplama anında mevcut güvenilir kanıtlara göre stokların satılması durumunda elde edilmesi beklenen satış tutarları esas alınarak yapılır. Bu tahmin dönem sonundaki mevcut koşullarla uyumlu oldukları ölçüde dönem sonundan sonra oluşan fiyat ve maliyet dalgalanmalarıyla doğrudan bağlantılı olan olayları da dikkate alır. Geçici fiyat ve maliyet dalgalanmaları net gerçekleşebilir değer saptanmasında dikkate alınmaz. (TMS 2.30) Stokların değeri maliyetinin altına düştüğü zaman; gerçeğe uygun değer kaygısı ortaya çıkmakta ve net gerçekleşebilir değer bu tür stokların gerçeğe uygun değeri olarak kabul edilmektedir. Maliyetini koruyan yani piyasa değeri maliyetinin üzerinde olanlarda ise bu kaygı taşınmamaktadır⁵¹.
TMS 41: Canlı Varlık ve Tarımsal Ürün	Canlı varlık, (gerçeğe uygun değer güvenilir olarak ölçülebilmesi durumunda) gerçeğe uygun değerden tahmini satış maliyetleri düşüldükten sonra kalan değerle kaydedilir.(TMS 41. 12) Tarımsal ürün ise gerçeğe uygun değerden tahmini satış maliyetleri düşüldükten sonra kalan değerle değerlendirilir. Maliyet bedeli ise IAS 2 no'lu Stoklar standardına göre değerlendirilir.(TMS 41 No:13) Canlı varlığın mevcut konumu itibariyle aktif bir piyasası olmasına rağmen piyasa fiyatlarını belirlemek mümkün olmayabilir. Böyle bir durumda beklenen net nakit akışlarının cari vergi öncesi piyasa oranlarıyla iskonto edilmiş net bugünkü değerini gerçeğe uygun değer olarak kullanabilir(TMS 41.20) Canlı varlığın aktife alındığı tarihteki gerçeğe uygun değerinde meydana gelecek bir değişim ortaya çıktığı dönemde gelir veya gider olarak kaydedilir. (TMS 41.26) Tarımsal ürünün aktife alındığı tarihteki gerçeğe uygun değerinde meydana gelecek bir değişim ise ortaya çıktığı dönemde gelir veya gider olarak kaydedilir. TMS 41.28) Aktife alındıktan sonraki dönemlerde Canlı varlığa ilişkin gerçeğe uygun değer güvenilir olarak tespit edilemiyorsa, canlı varlık maliyet bedeli ile kayıtlanır ve maliyet bedelinden birikmiş amortismanlar ve değer azalışları düşüldükten sonraki değer ile değerlendirilir. (TMS 41.30)

TFRS 5: Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar	Satış amaçlı elde tutulan olarak sınıflandırılma kriterlerini sağlayan varlıklar; defter değerleri ile satış için katlanılacak maliyetler düşülmüş gerçeğe uygun değerlerinden düşük olanı ile ölçülürler (TFRS 5 Md.1). Söz konusu varlıkların ilk kayıtlarında veya sonraki dönem sonlarında “gerçeğe uygun değeri eksi satış maliyetleri” tutarına indirgenmesi sırasında “değer kaybı zararı tanımları gerekir ve değer düşüklüğü zararı finansal tablolara yansıtılır (TFRS 5 Md.20).
Yeniden Değerleme Modeline Göre Değerleme	
TMS 16 : Maddi Duran Varlıklar	Yeniden değerlendirme modelinin seçilmesi durumunda gerçeğe uygun değeri güvenilir olarak ölçülebilen bir maddi duran varlık kalemi, varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra, yeniden değerlendirilmiş tutarı üzerinden gösterilir. Yeniden değerlendirilmiş tutar, yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden, müteakip birikmiş amortisman ve müteakip birikmiş değer düşüklüğü zararlarının indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. Yeniden değerlemeler, bilanço tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer kullanılarak bulunacak tutarın defter değerinden önemli ölçüde farklı olmasına neden olmayacak şekilde düzenli olarak yapılmalıdır(TMS16 md:31).
TMS 38: Maddi Olmayan Duran Varlık	Bir maddi olmayan duran varlık, ilk muhasebeleştirilmesinin ardından, değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden birikmiş itfa ve değer düşüklüğü zararlarının tamamı düşüldükten sonra hesaplanan tutarı olan yeniden değerlendirilmiş tutarı üzerinden izlenir. Bu Standartta göre yeniden değerlendirme yapmak için, gerçeğe uygun değer, aktif bir piyasa ile ilişkilendirilmek suretiyle belirlenir. Yeniden değerlendirme işlemleri, bilanço tarihinde ilgili aktifin defter değerinin gerçeğe uygun değerinden önemli ölçüde farklılık göstermemesi açısından düzenli olarak yapılır. (TMS 38 Md.75
TFRS 6: Araştırma ve Değerlendirme Varlıkları	İlk muhasebeleştirmeden sonra, araştırma ve değerlendirme varlıklarına maliyet modeli ya da yeniden değerlendirme modeli uygulanır(TFRS6 M.12

1.7. ULUSLARASI DEĞERLEME STANDARTLARINDA DEĞERLEME

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS), finansal raporlamada uyum ve şeffaflık yoluyla, sınır ötesi işlemler yapılmasını ve küresel piyasalarda geçerlilik kazanılmasını kolaylaştırmak amacıyla Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) bağlamında geliştirilmiştir ve 2005 yılında da yayınlanmıştır.⁵² Türkiye de ise SPK Seri:VIII 45 nolu “Sermaye Piyasasında uluslar arası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i 06.02.2006 tarihinde yayınlamıştır.

Uluslararası Değerleme Standartları; Giriş, Genel Değerleme Kavram ve İlkeleri, Davranış Kuralları (Ahlaki İlkeler), Mülk Türleri, Standartlara Giriş, Standartlar, Uygulamalar, Kılavuz Notları, Araştırma Raporu ve Terimler Sözlüğü olmak üzere 10 ana bölüm ve yaklaşık 300 sayfadan oluşmaktadır. Standartlar, Uygulamalar ve Kılavuz Notları olmak üzere eşit ağırlığa sahip üç temel unsura bakıldığında; ” Muhasebe Standartları İle İlgisi” şeklinde bir bölüm açılarak Uluslar arası Finansal Raporlama Standartlarıyla ilgisi kurulmuştur.

UDS'nin “Genel Değerleme Kavram ve İlkeleri “ kısmında, “Değer, satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavramdır. Değer gerçekleşmiş bir veri olmayıp belirli bir değer tanımına göre belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenmesi muhtemel bir fiyatın bir takdirinden ibarettir. Ekonomik anlamda değer kavramı kavramı, değerlemenin yapıldığı tarihte malın sahibi veya hizmeti alan kişiye tahakkuk eden yararlar hakkında piyasanın görüşünü yansıtır.

Uluslar arası Değerleme Standartlarına baktığımızda değerleme “Pazar Değeri Esaslı Değerleme” ve “Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları” olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

Uluslar arası Değerleme Standartları kapsamında “Pazar Değeri” kavramı ve tanımı, tüm değerleme uygulamaları için temel nitelik taşımaktadır⁵³. *Pazar değeri* “Bir mülkün, istekli alıcı ve istekli satıcı arasında, tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, hiçbir zorlama olmadan, basiretli ve konu hakkında yeterli bilgi sahibi kişiler olarak, uygun bir pazarlama sonrasında değerlendirme tarihinde gerçekleştirecekleri alım satım işleminde el değiştirmesi gerektiği takdir edilen tutardır”⁵⁴. Şeklinde tanımlanmıştır.

UDS’ de “Pazar Değeri” ve muhasebe standartlarında sıklıkla anılan “Gerçeğe Uygun Değer (Makul Değer) “ terimi birbirlerini tam karşılamadığı durumlarda dahi genelde bağdaştırılır şeklinde bir açıklama yapılmıştır. Makul değer (Gerçeğe Uygun Değer) genelde finansal tablolarda, hem *pazar* hem de *pazar değeri dışı* değerlerin rapor edilmesinde kullanılır. Bir varlığın Pazar Değerinin belirlenebildiği durumlarda, bu değer Makul Değere eşit olacaktır⁵⁵.

UDS 2’de Pazar değeri dışındaki değerlendirme esasları ele alınmıştır ve Pazar değeri dışındaki değerlendirme unsurlarının tanımı aşağıdaki şekilde yapılmıştır⁵⁶:

Kullanım Değeri: Belirli bir mülkün, belirli bir kullanıcı için, belirli bir kullanıma yönelik olarak sahip olduğu değerdir ve bu nedenle de pazar ile ilişkili değildir. Bu değer tipi, mülkün en verimli ve en iyi kullanımına (EVİK) veya mülkün satılması halinde elde edilecek parasal değere bakılmaksızın, bir parçasını oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır. Kullanım Değeri’nin muhasebedeki tanımı bir varlığın süregelen kullanımından ve kullanım ömrünün sonunda elden çıkartılmasından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değeridir.

Yatırım Değeri: Bir mülkün belirli bir yatırımcı veya yatırımcılar grubu için, belirlenmiş yatırım hedefleri doğrultusunda ifade ettiği değerdir. Bu sübjektif kavram, bir mülkü, tanımlanabilir yatırım hedefleri ve/veya kriterleri bulunan

belirli bir yatırımcı, yatırımcılar grubu veya kurumla ilişkilendirir. Bir varlığın yatırım değeri, o varlığın Pazar Değeri'nden daha fazla veya daha az olabilir. Yatırım Değeri terimi yatırım mülkünün Pazar Değeri ile karıştırılmamalıdır. Bununla birlikte Pazar Değeri, belirli bir mülke birçok kişi tarafından atfedilen yatırım değerlerini yansıtabilir. Yatırım değeri, Özel Değer ile ilişkilidir.

Faal İşletme Değeri: Bir işletmenin bir bütün olarak değeridir. Bu kavram, faaliyetlerini sürdüren bir kuruluşun her biri tek tek ele alındığında Pazar Değeri'ni oluşturan bileşenler olarak görülmeyen ancak toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. Bu nedenle, "Faal İşletme Değeri" kavramı, sadece bir işin veya kurumun parçasını oluşturan mülklere uygulanabilir.

Sigortalabilir Değer: Bir mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeridir.

Vergi Değeri: Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeridir. Her ne kadar bazı mevzuatlarda Pazar Değeri, Değerlemenin esası olarak belirtilse de bu değer için kullanılan yaklaşımlar, UDES 1'de tanımlanan Pazar Değeri'nden farklı sonuçlara neden olabilir. Bu nedenle Vergi değeri, aksi açık bir şekilde belirtilmediği müddetçe Pazar Değeri ile uyumlu olarak görülemez.

Kurtarılabilir Değer: Arazi dışındaki bir varlığın, özel tamirat veya uyarılama yaparak kullanmaya devam etmekten çok, içerdiği malzeme için elden çıkarılma değeridir. Bu değer, elden çıkarma maliyetlerini içeren brüt veya bu maliyetleri içermeyen net değer olarak verilebilir ve ikinci durumda paraya çevrilebilir net değere eşit olabilir. Her durumda, değere dahil edilen veya dışında tutulan unsurlar belirtilmelidir.

Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri: Pazar Değeri tanımının gerektirdiği pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içerisinde bir mülkün satışından

makul olarak elde edilebilecek tutardır. Bazı ülkelerde Zorunlu Satış Değeri, gönülsüz bir satıcı ve satıcının bu dezavantajını bilen alıcı veya alıcıların bulunduğu durumları da içerebilir.

Özel Değer: Pazar Değeri'nin üzerinde yer alan olağandışı bir değer unsurunu ifade eder. Özel Değer, örneğin, bir mülkün bitişiğindeki mülk gibi başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanabilir. Genelde pazardan ziyade bir mülkün özel bir sahibi veya kullanıcısı ya da potansiyel bir sahibi veya kullanıcıyla ilgili olarak yaşanan bir değer artışıdır ve bu nedenle de özel değer sadece özel bir çıkarı olan alıcıya uygulanabilir. Evlilik (birleştirme) değeri, bir mülkteki iki veya daha fazla sayıdaki hakkın birleşmesinden kaynaklanan değer artışıdır ve özel değerlere bir örnek niteliğindedir. Özel değer, işletme değeri ve yatırım değeri unsurları ile de ilişkili olabilir. Değerleme Uzmanı, bu tür mülklerin değerini takdir etmek için kullanılan kriterlerin Pazar Değeri'ni takdir etmek için kullanılanlardan ayrı olduğunu ve kullanılan her tür özel varsayımı açık bir şekilde belirtmelidir.

İpotek Teminatlı Kredi Değeri: Değerleme Uzmanı'nın, mülkün uzun vadede kullanılabilecek özelliklerini, normal ve yerel pazar koşullarını ve mülkün mevcut ve uygun alternatif kullanımlarını hesaba katarak gelecekteki pazarlanabilirliğini basiretli bir şekilde değerleyip tespit ettiği değerdir. İpotek teminatlı kredi değerinin takdirinde spekülasyon unsurları hesaba katılmayabilir. İpotek teminatlı kredi değeri, açık ve şeffaf bir şekilde belgelendirilmelidir.

İKİNCİ BÖLÜM

TEMEL ANALİZE DAYALI MUHASEBE TEMELLİ FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bir önceki bölümde muhasebe kuramında değerleme kavramının ne olduğu ve önemine değindik. İkinci bölümde de muhasebe ve temel analize dayalı firma değerleme yöntemlerine değinilecektir.

2.1. FİRMA DEĞERLEMESİ KAVRAMI

Finansman kuramı açısından değerleme ve firma değerleme kavramlarına bakıldığında tanımlar aşağıdaki gibidir.

Değer sözlük anlamıyla; “Bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet; bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, paha” şeklinde tanımlanmaktadır.⁵⁷

Bir başka tanıma göre değer “ Bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri varlığın karşılığında alınabilecek tutar” olarak tanımlanmıştır.

Uluslar arası Değerleme standartlarında değer ‘Satın alınmak için sunulmuş bir mal veya hizmetin alıcıları ve satıcıları tarafından mutabık kalınması muhtemel fiyattır’ şeklinde tanımlanmıştır. Değer, alıcılar ile satıcıların mal veya hizmet için üzerinde mutabakata varmaları olası kuramsal veya hayali bir fiyatı belirler. Bu nedenle, değer esasen belirli bir zaman zarfında satın alma amacı doğrultusunda bir mal veya hizmet için ödenmesi muhtemel fiyatın bir tahminidir.⁵⁸

Değerleme ise değerın takdir sürecidir. Diğer bir ifade ile, bir varlığın değerleme günündeki olası değerının, bağımsız, tarafsız ve objektif ölçütlere göre kestirimidir.⁵⁹

Firma değeri değerlemesinin amacı, firmanın (ve bunun yanında hisse senedinin) uygun ve makul değerinin tespit edilmesidir.⁶⁰ Firma değerini; ekonominin durumu, firmanın içinde bulunduğu endüstri, endüstrinin hayat seyri, endüstrinin rekabet gücü, endüstrinin konjonktürel özellikleri, firmanın sermaye yapısı, firmanın likidite durumu, firmanın kazanma gücü, kâr dağıtım politikası, firmanın yönetim kadrosu gibi bir çok faktör etkilemektedir.⁶¹

Değerin göreceli bir kavram olması ve tam olarak saptanmasının güçlüğü sebebiyle, firma değerlemesi en karmaşık konularından birisidir⁶². Firma değeri ile genelde ifade edilmek istenen, firmaya kaynak kullandıranlardan hem borç verenlerin hem de ortakların toplam değeridir. Hissedarlar açısından ele alındığında ise, firmanın varlıklarının cari değerinden borçların cari değerlerinin düşülmesi ile bulunan özsermayenin değeridir. Firma değerlemesi işleminde nihai olarak özsermaye değeri yani hisse senedi değeri tespit edilmektedir. Muhasebe literatüründe yer alan değerlendirme kavramında olduğu gibi finans literatüründeki değerlendirme kavramı da büyük ölçüde subjektif bir kavramdır.

2.2. VARLIKLAR ÜZERİNDEN HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN DEĞER KAVRAMLARI

2.2.1.Nominal Değer

Toplam sermayenin hisse sayısına bölümü sonucunda bulunan, sermaye hesabındaki ilk kayıtlara esas teşkil eden ve esas sözleşmede belirtilen hisse değeridir⁶³. Türk Ticaret Kanunu'na göre hisse senedinin en düşük nominal bedeli 1 YKr. olabilir. (TTK: Md 399) İMKB' de işlem gören şirketlerin piyasa performanslarının birbirleriyle daha sağlıklı karşılaştırılabilmesi için bu ölçü 1 lot = 1 YTL nominal bedel şeklindedir⁶⁴.

2.2.2.Defter (Bilanço) Değeri

İşletmenin toplam defter değeri, muhasebe verileri dikkate alınarak bilançosundaki aktif toplamından borçların düşülmesi ile bulunan değerdir. Bir hisse senedine ait defter değeri ise bilançoda yer alan özsermaye tutarının çıkarılmış (ödenmiş) hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır⁶⁵.

2.2.3.Piyasa Değeri

Bir hisse senedinin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir⁶⁶. Söz konusu varlık borsada işlem görüyor ise varlığın borsada oluşan değeri piyasa değerini oluşturmaktadır.

2.2.4. Tasfiye Değeri

Firmanın tasfiyesi halinde varlıklar paraya çevrilip borçlar ödendikten sonra kalacak değerdir. Bir hisse senedinin tasfiye değeri tasfiye varsayımıyla hesaplanan özkaynak tutarının hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır⁶⁷.

2.2.5. Faal İşletme Değeri

Firmanın işler durumda iken bir bütün halinde satılması durumunda ortaya çıkan değere faal işletme değeri denilmektedir⁶⁸. Bir hisse senedinin faal işletme değeri işlerlik varsayımıyla hesaplanan özkaynakların hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

Faal işletme değerinde varlıkların cari değerleri dikkate alınarak hesaplanan aktif toplamından borçların cari değeri düşülmekte bulunan farka “şerefiye” eklenmektedir. Yani şirketin, yönetim beceri düzeyi, süreç kalitesi,

ürün kalitesi, personel kalitesi, pazar payı ve müşteri potansiyeli gibi entelektüel varlıkların da değere olan etkisi dahil edilmektedir.

2.2.6.Gerçek Değer

Bir hisse senedinin sahip olunan tüm bilgileri içerdği varsayımıyla olması gereken değeri gerçek değer olarak adlandırılmaktadır. Firmanın gelir yaratma potansiyeli ve yatırımcıların bekledikleri kazanç gerçek değer belirlenmesinde önemli unsurlardır⁶⁹.

Finansal varlıkların gerçek değeri bir anlamda hesaplanan değil piyasa taraflarınca aranan değerdir⁷⁰.

2.2.7.Aktif Değeri

Bir firmanın varlıklarının değerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Aktif toplamının hisse senedi sayısına bölünerek hisse başına aktif değeri bulunmaktadır⁷¹.

2.2.8.Net Aktif Değeri

Net aktif değeri firmanın varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek tutardan elden çıkarma giderleri düşülerek hesaplanmaktadır.

2.2.9.Hurda değer

Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması durumunda, satış fiyatının net defter değerini aşan kısmıdır.

2.3. FİRMA DEĞERLEME MODELLERİ

Hisse senetlerinin değerlemesi onun gerçek değerinin bulunmasını amaçlamaktadır. Bir hisse senedinin gerçek değerine yakın bir değere sahip olacağı ve piyasa fiyatı gerçek değerinden büyük oranda sapsa bile belirli bir zaman içinde tekrar gerçek değerine geleceği kabul edilmektedir. Etkin pazarlarda ise gerçek değer ile piyasa değeri birbirine eşittir⁷².

Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken şirketin değerini hesaplamaları ve diğer şirketlerin piyasa fiyatlarıyla karşılaştırmaları gerekmektedir. Bu değer belirleme işlemi yapılırken şirketin şimdiki ve gelecekteki performansının (içinde bulunduğu sektörle ve piyasa ile bağlantılı olarak) bilinmesi gerekmektedir. Bu değer bulma işlemi, şirket değerleme ve performans ölçümü konularının etrafında şekillenmektedir.

Değerleme modelleri ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulabilir:

- 1) İskonto Temelli Modeller(İndirgenmiş Nakit Akımları) modelleri
- 2) Muhasebe Temelli Temel Analize Dayalı Modeller

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımına dayalı yöntemler ve muhasebe temelli fiyat katsayılarının kullanıldığı yöntemler olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür. Muhasebe temelli fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yöntemleri, uygulamada oldukça sık kullanılmaktadır. Bunun en önemli nedeni bu yöntemler sayesinde pek çok faktörün tahmin edilme gereğinin ortadan kalkması ve bu sayede oluşacak tahmin hatalarının azalmasının yanında, çok daha çabuk ve hızlı uygulama imkânının olmasıdır. İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan yöntemler ise, şirkete ilişkin satış hacmi ve büyümesi, faaliyet giderleri, işletme sermayesi, yatırım tutarı gibi pek çok performans ölçütünün yıllar itibari ile tahminini

gerektirir. Dolayısıyla tahminlerden kaynaklanan zorluk ve hatalar, firma değerinde önemli değişikliklere yol açar⁷³

2.3.1. İskonto Temelli Modeller

Bu yaklaşımlarda gelecekte elde edilmesi tahmin edilen nakitlerin veya karların bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi söz konusu olup, muhasebe ve piyasa temelli yaklaşımlara göre daha kapsamlı bir çalışma ve analiz gerektiren yaklaşımlardır.

Bu yaklaşımlar; temettü modeli yaklaşımı, özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı, firmaya serbest nakit akımları yaklaşımı ve ekonomik katma değer yaklaşımı şeklinde sıralanabilir.

Temettü Modeli Yaklaşımında; yatırımcının hisse senedi yatırımından beklediği sermaye kazancı ve bunu belirleyecek olan hisse senedinin fiyatı gelecekte beklenen kâr payları ile belirlenmektedir. Hisse senedinin gerçek değerini, bu hisse senedinin sonsuza kadar ödeyeceği kâr paylarının ve sonsuzdaki hisse senedi fiyatının bugüne indirgenmiş değeri olarak açıklayan bir modeldir⁷⁴.

Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yaklaşımında; firmanın kullandığı öz sermayenin bugünkü değeri tespit edilmektedir. Bu tespit yapılırken gelecek yıllarda öz sermaye sahiplerine sağlanacak nakitlerin öz sermaye maliyeti ile yani ortakların öz sermaye yatırımlarından istemiş oldukları getiri oranı ile bugüne indirgenmesi söz konusudur⁷⁵.

Firmaya Serbest Nakit Akımları Yaklaşımı göre; Önce firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanır. Daha sonra bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülerek, ortaklara kalan özsermayenin değeri bulunur⁷⁶. Firmanın bugünkü değerinden borçların cari değeri çıkartıldığında özsermayenin cari değerine ulaşılır.

Ekonomik Katma Değer Yaklaşımında; Ekonomik katma değer (Economic Value Added: EVA) faaliyet kârının, kullanılan toplam sermayenin maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçmektedir.⁷⁷ Ekonomik katma değer, yönetim muhasebesi literatüründe ye alan “Net Ekonomik Kazanç (Kayıp)” kavramına benzemektedir.⁷⁸ Ekonomik katma değer, Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Net Operational Profit/Loss After Taxes: NOPLAT)’ndan Sermaye Yükü’nün çıkarılması ile elde edilir.

Ekonomik katma değer yöntemi ile firmanın değeri, bugün yatırılan sermaye artı firmanın gelecekte yaratacağı katma değerlerin bugünkü değeridir.⁷⁹

2.3.2. Temel Analize Dayalı Muhasebe Temelli Modeller

Temel analiz firma değerlemesinde yaygın olarak kullanılır ve hisse senedi fiyatını etkileyen unsurların ve bu unsurların fiyat üzerindeki etkileri incelenir. Odak noktası finansal tablolar olmakla birlikte işletmeyle ilgili tüm bilgiler analize dahil edilir.

2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNDE TEMEL ANALİZ

Temel analiz işletmenin içinde bulunduğu ekonomi, içinde bulunduğu sektör ve işletmenin finansal yapısı ve faaliyet durumunun muhasebe verilerinden hareketle incelenmesidir. Hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek kâr payları, gelecekte beklenen şirket kazançları gibi bütün faktörlerin incelenmesi temel analizi oluşturur. Temel analiz de şirketle ilgili verilerin ve

mali tabloların incelenmesi endüstri koşullarının anlaşılması gibi konular önem arz eder. Herhangi bir menkul kıymete yatırım yapılmadan önce ekonomi, endüstri işkolu ve firma bazında araştırmalar yapmak temel analizde esastır. Firmanın mevcut durumu ve geleceğiyle ilgili tahminlerde bulunabilmek için bilanço ve gelir tablosu analizleri, temettü politikası, fiyat kazanç oranları, cari oran gibi verilerden yararlanılır⁸⁰.

Ekonomik ve sektörel gelişmeler işletmeyi büyük ölçüde etkilediğinden dolayı temel analiz üç aşamada yapılmaktadır;⁸¹

- Ekonomi Analizi
- Sektör Analizi
- Firma Analizi

2.4.1. Ekonomi Analizi

Bir firmaya yatırım kararı verilirken başlangıç noktasını ekonomik analiz oluşturur. Çünkü ekonomik faaliyet hacmi, canlanma, genişleme, gerileme ve son olarak da daralma olmak üzere dört aşamada dalgalanmalar göstermektedir. Her işletmeninde bu dalgalanmalardan etkilenme düzeyleri değişiklik gösterir⁸².

Ekonomik trend, para ve maliye politikaları, ekonomik göstergeler, siyasi istikrar, uluslar arası olaylar, dış ticaret, ulusal yasalar, enflasyon, GSMH büyümesi, işsizlik, üretim kapasite kullanımı, verimlilik, cari denge, İMF ve Dünya bankası raporları, bölgesel gelişmeler gibi etkenler açısından ekonominin incelenmesi ekonomik analizi oluşturur⁸³.

Ekonomik göstergeleri öncü göstergeler, destekleyici göstergeler ve gecikmeli göstergeler olmak üzere üç ana başlıkta incelenebilir;⁸⁴

Öncü göstergeler; piyasanın hareket yönünün nasıl olacağını önceden işaret eden göstergelerdir. Menkul kıymet borsası endeksleri, yeni işyerlerinin açılması, yeni inşaat ruhsatları, hammadde tüketimleri, işçi çalışma süreleri, kapasite kullanım oranları gibi göstergelerdir.

Destekleyici göstergeler ise; ekonomik dönüşümün gerçekleştiği dönemi göstermektedir. Sanayi üretim endeksleri, sanayi ve dış ticari satışlar, protestolu alacak tutarı gibi göstergelerdir.

Gecikmeli göstergeler ise ekonomik dönüşümün kalıcı olup olmadığı konusunda bilgi veren göstergelerdir. Sanayi ve ticaretteki stoklar, ticaret ve sanayi borçlarındaki değişimler, faiz oranlarındaki değişim gibi göstergelerdir.

2.4.2. Sektör Analizi

Bu aşamada işletmenin içinde bulunduğu sektörün özellikleri incelenir. Sektörlerin oluşma, büyüme, genişleme, olgunluk ve gerileme olmak üzere beş ana aşamadan oluşan hayat eğrileri vardır. Her sektörün ekonomik ve siyasi dalgalanmalardan etkilenme düzeyleri birbirinden farklılık göstermektedir. Sektör analizi yapılırken sektörün hangi sektörlerle rekabet içinde olduğu, kapasite kullanım oranları, ithalat ve ihracat hacimleri, üretilen mal ve hizmetlerin fiyat ve gelir esneklikleri, üretim teknolojileri ve ürün yaşam eğrileri incelenir.

2.4.3. Firma Analizi

Firma ile ilgili bilgilerin değerlendirilmesi ve finansal analizlerin yapılması olarak iki aşamadan oluşan firma analizi temel analizin son aşamasıdır. İşletme ile ilgili bilgiler değerlendirilirken firmanın kuruluş tarihi, ortaklık yapısı, halka açılma oranları, firmanın yönetimi, bulunduğu sektördeki yeri, pazardaki durumu vb gibi bilgiler araştırılır.

İkinci aşama olan finansal analizde ise yüzde yöntemi ile analiz, karşılaştırmalı tablolar analizi, eğilim yüzdeleri yöntemiyle analiz ve oran analizleri ile firmanın geçmiş ve cari dönem finansal tabloları analiz edilir.

2.5. FİRMA ANALİZİNDE FİNANSAL TABLOLARIN VE FİNANSAL TABLO ANALİZİNİN ÖNEMİ

Başta yatırımcılar olmak üzere firmayla ilgili tüm kesimlerin kullandıkları bilgi kaynağı finansal tablolardır. Finansal tablo tanımı, amaçları, kullanıcıları, finansal tablo analizinin önemine aşağıda sırasıyla değinilmiştir.

2.5.1. Finansal Tablo Tanımı ve Amaçları

Muhasebenin temel işlevlerinden birisi de raporlamadır ve bu fonksiyonunu da finansal tablolar aracılığıyla yerine getirir. Finansal Tabloların sunulmasına ilişkin 1 nolu Türkiye Muhasebe Standardına göre (Md:7); işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş bir sunumu olan finansal tabloların amacı, kullanıcıların ekonomik kararlar verirken kullanmaları için işletmenin finansal durumu, performansı (faaliyet sonuçları) ve nakit akışları hakkında gerçeğe uygun bilgi sağlamaktır.

Standartta bilanço ilkelerinin amacı; "sermaye koyan veya sonradan kendilerine ait kârı işletmede bırakan sahip ve hissedar ile alacaklıların işletmeye sağladıkları kaynaklar ve bunlarla elde edilen varlıkların muhasebe kayıt, hesap ve tablolarında anlamlı bir şekilde tespit edilmesi ve gösterilmesi yoluyla, belli bir tarihte işletmenin mali durumunun açıklıkla ve ilgililer için gerçeğe uygun olarak yansıtılmasıdır" şeklinde tanımlanmaktadır.

Gelir tablosu ilkelerinin amacı ise; “ satışların, gelirlerin, satışlar maliyetinin, giderlerin kâr ve zarara ait hesapların ve belli dönemlere ait işletme faaliyeti sonuçlarının sınıflandırılmış ve gerçeğe uygun olarak gösterilmesi sağlamaktır” şeklinde sıralanmıştır.

Görüldüğü üzere finansal tabloların temel amacı kullanıcılara gerçeğe uygun bilgi sağlamak olup, aşağıda ifade edilen üç amaca hizmet etmek üzere düzenlenmektedir;

1. Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak,
2. Gelecekteki nakit akımlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak
3. Varlıklar, kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletmenin faaliyet sonuçları hakkında bilgiler sağlamak.

2.5.2.Finansal Tablo Kullanıcıları

Finansal tablolarla sunulan bilgi aşağıdaki sayılan kullanıcı grupları arasında farklı şekillerde yorumlanacaktır.⁸⁵

- a) Yatırımcılar: İşletmelere özsermaye olarak fon sağlayanlar ve bunların danışmanları yatırımlarının maruz kaldığı risk ve elde edebilecekleri getiriler ile ilgilenirler. Hisse senedi sahipleri işletmenin temettü ödeme durumunu değerlendirmek açısından da bilgi ihtiyacı duyarlar.
- b) Çalışanlar: Çalışanlar ve sendikalar; işverenlerinin kârlılığı ve istikrarı hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Buna ilave olarak çalışanlar ücretlerinin ve diğer mali haklarının firma tarafından ödenme ve iş imkanlarının devamlılığı konusunu değerlendirmeye yarayacak bilgilere ihtiyaç duyarlar.

- c) Borç verenler: Borç verenler kullandıkları kredinin fonların ve bunların getirilerinin vadesinde ödenebilirliği konusunda bilgiye ihtiyaç duyarlar.
- d) Satıcılar ve diğer ticari alacaklılar: Satıcılar ile diğer alacaklılar alacaklı oldukları tutarın vadesinde ödenebilirliği konusunda bilgiye ihtiyaç duyarlar.
- e) Müşteriler: Müşteriler, özellikle firmayla uzun vadeli bir ilişki içine girmişlerse veya ona bağımlıysa firmanın devamlılığı konusunda bilgiyle yakından ilgilenirler.
- f) Devlet: Devlet vergi toplamak amacıyla firmaların faaliyetleri ile yakından ilgilenirler. Devlet ayrıca, firmanın faaliyetlerini düzenlemek vergi politikalarını belirlemek, milli gelir ve benzeri istatistikleri tutmak için firma hakkında bilgiye ihtiyaç duyarlar.
- g) Toplum: Firmalar içinde bulundukları toplumu değişik biçimlerde etkiler. Bir firma yörede önemli bir istihdam kaynağı veya o yörede üretilen mal ve hizmetlerin önemli bir müşterisi olabilirler. Bu nedenle firmanın sürekliliği hakkındaki bilgi yöre halkını ilgilendirir.

Finansal tabloların kullanıcılara istenilen bilgiyi sağlayabilmeleri için⁸⁶;

- a. Anlaşılabilir
- b. İhtiyaca uygun
- c. Güvenilir
- d. Kanıtlanabilir
- e. Tarafsız
- f. Karşılaştırılabilir
- g. Zamanında düzenlenerek sunulmuş olması gereklidir.

2.5.3. Firma Değerlemesinde Finansal Tablo Analizi ve Önemi

Finansal Tablo analizi ise analizi yapanın amacına uygun olarak, bir veya birkaç döneme ait finansal tablolarda yer alan kalemlerin gerek kendi aralarında gerekse bütünle olan ilişkilerinin çeşitli analiz tekniklerinden yararlanarak incelenmesi, yorumlanması ve firmanın içinde bulunduğu koşullarında göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi eylemidir⁸⁷.

Firma değerlemesi için yapılan finansal tablo analizinin aşağıdaki konular itibariyle önem taşımaktadır⁸⁸:

- 1) Firmanın faaliyetlerinin başarı derecesini ölçmek
- 2) Firmanın hedeflerine ulaşıp ulaşılmadığını saptamak
- 3) Hedefe ulaşılmamışsa nedenlerini araştırmak
- 4) Geleceğe ilişkin planlar hazırlamak
- 5) Hangi mal ve hizmetlerin üretileceği, üretim miktarı üretim bileşimi ve izlenecek fiyat politikası konusunda karar almak
- 6) Firmanın yükümlülüğünü yerine gücü olup olmadığını belirlemek
- 7) Firma faaliyetlerini kontrol etmek ve değerlendirmek
- 8) Firma faaliyetlerinin her evresinde doğru ve düzeltici kararlar almak

Finansal analiz yoluyla sağlanan bilgiler firma yönetimi ile ilgili kararların temelini oluşturur ve sağlıklı bir planlama için gereklidir.

Firma faaliyet sonuçlarıyla yakından ilgilenen yatırımcı ve diğer çıkar grupları için finansal tablolar en önemli iletişim araçları ve bilgi kaynaklarıdır. Firmayı değerlendirmede ihtiyaç duyduğu bilgiyi sağlayarak hisse senetlerinin gerçek değerinin belirlenmesindeki belirsizliği ortadan kaldırılabılır⁸⁹.

Firma değeri geçmiş yıllarda gösterilen performansın değil, gelecekte gösterilmesi beklenen performansın bir fonksiyonu olmaktadır ve firmanın değer oluşturma potansiyeli hakkında yararlı bilgiler sağlarlar⁹⁰. Firma değerlemesi açısından ele alındığında bilanço ve gelir tablosundan elde edilen bilgiler ışığında hesaplanan finansal oranlar firmanın mevcut durumunun değerlendirilmesinde kullanılmakla birlikte geleceğe yönelik tahminlerin de temellerini oluşturmaktadır⁹¹.

Şurası açıkça anlaşılmalıdır ki, değerlemede geçmiş değil gelecek önemlidir. Ancak geçmiş performans değerlerine göz atmanın nedeni, firmanın ve firma kârlılığının gelecekteki yönü hakkında daha sağlıklı bir bilgi edinmektir.⁹²

Firma yönetimin bir faaliyet dönemi boyunca vermiş olduğu üretim yatırım ve finanslama kararları sonucu olarak faaliyet sonuçlarının ve yıllık performansının değeri olan kâr rakamı yatırımcıların firmayla ilgili vereceği olası kararlarda önemli değişkendir⁹³.

İlan edilen muhasebe kâr rakamları ya da onun hakkında elde edilen bilgi yatırımcıların kanılarının değişmesine ve hisse senedi fiyat hareketlerinin oluşmasına yol açmaktadır. Teori beklenen net nakit girişlerinin en iyi ölçüsünün ise bir dönem içerisinde sağlanan ya da ödenen nakitten ziyade o dönem içerisinde meydana gelen işlemler olaylar ve koşullardan parasal öneme sahip olanlarının firma üzerindeki etkilerini kaydetmeye çalışan tahakkuk muhasebesi yöntemleriyle elde edilmiş kârların ve onun unsurlarının temsil ettiğini ortaya koymaktadır⁹⁴.

Finansal tablo kullanıcılarının, gelir tablosuna ve dolayısıyla kârın raporlanmasına önem vermelerinin nedenleri aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir⁹⁵.

- a) Kârın firma faaliyetlerinin başarısının ölçülmesinde kullanılması

- b) Kârın yöneticilerin başarısının ölçülmesinde kullanılması
- c) Kârın kâr payı elde edilebilirliğinin belirlenmesinde kriter olması
- d) Kârın işletme faaliyetlerinin yürütülmesi konusunda yöneticilerin gelecekteki kararlarına rehber olması
- e) Kârın vergilendirmede esas alınması

Yatırımcının da süreklilik kavramı içinde işletmenin kazanma gücü ile ilgilendikleri düşünülürse değerlendirme eylemi sınırını işletmenin başarı ölçüsü olan “kârlılık” kavramı ile çizilebilir⁹⁶.

Muhasebe verilerine yönelik olarak yapılan eleştirilere rağmen finansal tablolar yatırımcı ve diğer çıkâr gruplarının firma değerini belirlemelerinde kullandıkları en önemli bilgi kaynaklarıdır. Finansal raporlar ile açıklanan bilginin fiyatlara olan etkileri ve bu bilgilerin yatırımcılarca ne şekilde değerlendirilip kullanıldığı, muhasebe verisi ve değer ilişkisi, kâr rakamı ve hisse senedi değeri ilişkileri konuları muhasebe araştırmaları alanında yıllardır incelenen konuların başında yer almaktadır⁹⁷.

Tablo 2.1: Muhasebe Verileri İle Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Tespitine Yönelik Yapılan Çalışmalar

Çalışmanın Kimler Tarafından yapıldığı	Çalışmanın Örneklemi	Sonuçlar
Ball ve Brown'un (1968)	Çalışmada 1957-1965 yılları arasında NYSE'de yer alan 261 firma gözleminde hisse senedi piyasalarındaki yıllık kâr rakamlarının informasyon içeriğinin faydası araştırılmıştır.	Yıllık kâr rakamlarının hisse fiyatı hareketlerine yansıyan enformasyon taşıdığı sonucunu göstermektedir. Yatırımcılar açıklanan kâr rakamlarına aynı yönlü bir fiyat tepkisi ile cevap

		vermektedir.
Kallunki ve Martikainen'e (1997)	Helsinki borsasını içeren çalışmada kârların fiyatlara yansıyan enformasyon içeriğinin Finlandiya'daki geçerliliği getiriler yardımıyla araştırılmıştır. 1988-1994 Yıllık mali tablolar esas alınarak 196 firma-yıl gözlemi üzerinde yapılmıştır.	%33'lük R2 değerine sahip pozitif bir kâr-getiri ilişkisi tespit edilmiştir.
Dumontier ve Labelle'nin (1998)	Paris borsası verilerini ve 1981-1990 dönemini içeren 117 firma gözlemini kullanarak çalışma yapılmıştır .	Kâr ve getiriler arasında %18.47 ortalama yıllık R2 değerine sahip doğrusal pozitif bir şekilde ilişkinin varlığı belirlenmiştir.
Ayuso (1998)	Amerika dâhil toplam 13 ülke	Kâr getiri ilişkisinin ele alınan ülkeler açısından geçerliliğini hem de farklı ülkelerde uygulanmakta olan muhasebe standartları ve ilgili mevzuatlardan kaynaklanan ülkesel farklılıkları ortaya koymaya çalışmaktadır
Jindrichovska (2001)	Prag borsasında, 1993-1998 yılları arasında kamuya açık işlem gören 63 imalat şirketi ve 257 firma-yıl gözlemini içermektedir	Yapılan analizlerde getiri ve kârlar arasında anlamlı pozitif ilişkinin varlığı raporlanmıştır (R2=%5.8).
Pritchard (2002)	Gelişmekte olan borsalarda yaptığı çalışmada Letonya, Litvanya ve Estonya borsalarını incelemiştir. 99 hisse senedi içeren çalışma 1995-2000 yılları arasındaki 5 yıllık dönemi kapsamaktadır.	Çalışmada her üç ülke içinde anlamlı bir pozitif kâr-getiri ilişkisinin olduğu (R2=%13.38)gözlenmiştir.

Hew ve diğ. (1996).	İngiltere	Yıllık kâr rakamlarının yatırımcılar için anlamlı enformasyon içeriği olduğunu belirlemişlerdir. çalışmada pozitif (negatif) beklenmeyen yıllık kârlar anlamlı pozitif (negatif) anormal hisse senedi getirilerine neden olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Özer (1996) tarafından Türkiye’de, Kallunki (1996) tarafından Finlandiya, Pellieer ve Rees (1999) tarafından İspanya ve Gajewski ve Quéré (2001) tarafından Fransa içinde doğrulanmıştır.
Al-Qenae, Li ve Wearing (2002)	Kuveyt borsasında 1981-1997 dönemine ait toplam 577 gözlemi içerir.	Beklenmeyen kârlar ve anormal getiriler arasındaki ilişkiyi doğrulayarak, ölçüm dönemlerinin artırılması halinde kârların uzun dönemli enformasyon içeriğinin daha iyi yakalanacağına da dikkat çekmektedir.
Bao ve Chow (1999)	Kâr ve defter değeri ile hisse fiyatları arasındaki ilişki ve fiyatın hesaplanmasında uluslararası muhasebe Standartları ve Çin muhasebe standartlarının fiyat değişkenliğini açıklayan model oluşturulmuştur.	Kâr ve defter değeri ile hisse fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bunun yanı sıra fiyat ve diğer değişkenlerin uluslararası muhasebe standartlarına göre hesaplanması halinde modelin açıklama gücünün yaklaşık %2.5 artarak $R^2 = 23.6$ değerine ulaştığını raporlamışlardır.

2.6. ORAN ANALİZİ YÖNTEMİYLE FİRMA ANALİZİ

Finansal tablo analizinde en yaygın olarak kullanılan analiz tekniklerinden birisi de oran analizidir. Oran analizinde finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler birbirinin yüzdesi veya katı olarak belirlenmektedir⁹⁸. Mali tablolarda yer alan herhangi iki kalem arasındaki ilişkinin matematiksel ifadesi olan oranları hesaplamak analizin mekanik yönüdür ve tek başına bir amaç değildir. Çok sayıda oran elde edilebilir önemli olan hesaplanan oranların doğru ve amaçlara uygun olarak yorumlanması ve değerlendirilmesidir ve sektör ortalamalarıyla karşılaştırılmasıdır.⁹⁹ Tarihi verilere dayanarak firmanın geçmiş performansı finansal oranlar yoluyla sunulur ve bu firmanın gelecekteki finansal tablolarını tahminde de bir yapı oluşturur¹⁰⁰.

Hesaplanış biçimlerine göre oranlar üç ana grupta toplanabilir. Bunlar; firma içi finansal oranlar, firma dışı verilere dayanılarak hesaplanan finansal oranlar ve sektör finansal oranları veya standart oranlardır. Firma içi finansal oranlar, firmanın finansal tablolarında yer alan kalemler arasında oransal bağıntılar kurulmak suretiyle hesaplanmaktadır. Firma dışı finansal verilere dayanılarak hesaplanan finansal oranlar, firmaya ait finansal tablolarda yer alan veriler ile firma dışında elde edilen verilerin karşılaştırılması ve aralarında matematiksel iliksilerin kurulması suretiyle hesaplanır. Endüstri finansal oranları ise, firma dışında hesaplanan ve firmanın finansal tablolarında yer alan kalemlerle direkt ilişkisi bulunmayan oranlardır. Standart oranlar, ilgili meslek kuruluşları veya kamu kuruluşları tarafından hesaplanmaktadır¹⁰¹.

Oran analizi yapılırken, dikkate alınması gereken faktörler aşağıdaki gibi sayılabilir :

a) Amaç çok sayıda oran hesaplamak olmamalıdır az sayıda, fakat firmanın durumunu ortaya koyacak anlamlı ve analizin amacına uygun oranlar hesaplanmalıdır.

b) Oranların amaçlara uygun bir şekilde yorumlanmalıdır, hatalı yorumlamalardan kaçınılmalıdır.

c) Mevsimlik ve dönemsel hareketlerin ve enflasyonun finansal tablolar ve oranlar üzerindeki etkileri göz önünde bulundurularak yorum yapılmalıdır.

d) Oran analizi yapılarak hesaplanan oranlar; firmanın geçmiş faaliyet dönemi bilgileriyle, bütçe hedefleriyle (standartlarıyla), aynı faaliyet kolundaki benzer ölçekteki firmaların bilgileriyle, sektör ortalamalarıyla ve genel standartlarla karşılaştırılarak yorumlanmalıdır¹⁰².

e) Aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların aynı türdeki oranları ile karşılaştırmalar yapılmalı; ancak karşılaştırma yapılırken, firmaların tam olarak birbirine benzemeyeceği dikkate alınmalıdır¹⁰³.

Analizde kullanılan oranlar aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:

- Likidite oranları
- Faaliyet oranları
- Mali yapı oranlar
- Kârlılık Oranları
- Piyasa ile ilişkili oranlar (Borsa Performans Oranları)

Oranlara yönetim açısından mı, hissedarlar açısından mı yoksa borç verenler açısından mı bakıldığı da önemlidir. Üç kesimin de bakacağı oranlar farklı olacaktır. Yönetim operasyonel analiz, kaynak yönetimi ve kârlılıkla ilgili oranlarla ilgilenecektir. Borç verenler için ise likiditeyi ve finansal kaldıraçı

ölçen oranlar önem kazanacaktır. Hissedarlar açısından ise özkaynak getirisi, hisse başına kazanç, hisse başına nakit akış gibi yatırımın getirisiyle ilgili oranlar, hisse başına kârpayı, hisse başı ödenen kârpayı gibi kazançların durumuyla ilgili oranlar ve fiyat kazanç oranı, nakit akış çarpanları, Piyasa Değeri/ Defter Değeri, firma değeri gibi piyasa performansını ölçen oranlarla ilgileneceklerdir¹⁰⁴.

2.6.1. Likidite Oranları

Hem firma yöneticileri, hem firmaya kredi verenler hem de yatırımcılar açısından firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği sorusu önemlidir. Likide oranları firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi göstereni bir diğer değişle firmanın ödeme gücünü açıklayan oranlardır¹⁰⁵. Firmanın likidite durumunun analizinde, kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde likidite oranlarından yararlanılmaktadır¹⁰⁶.

Dönen varlıklarla kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkileri gösteren temel likidite oranları aşağıdaki gibidir;

- a) Cari Oran,
- b) Asit-Test Oranı,
- c) Nakit Oran

- a) Cari Oran

Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle hesaplanan cari oran işletmenin likidite durumunu yansıtarak, işletmenin net işletme sermayesi yeterliliğini gösterir.

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

Genel bir kural olarak cari oranın 2 olması yeterli görülmektedir fakat dönen varlıkların kalitesi, gerçek değerleri, dönen varlıkların hangi unsurlardan oluştuğu da göz önüne alınması gereken etmenlerdir. Cari oranın yüksek olması her zaman borç ödeme gücünün olduğunu göstermez. Yeterliliğini tespit etmek amacıyla; firmanın faaliyet alanının, dönen varlıkların yapısı, gerçek değerleri, firmanın satınalma ve satış şartları, ticari alacakların senetli ve senetsiz olarak dağılımı, alacak devir hızı, stok devir hızı, kısa vadeli yabancı kaynakların vadeler itibariyle dağılımı, satış ve satın almanın mevsimlik hareketleri gibi etmenlerin de göz önünde bulundurulması gerekir¹⁰⁷.

b) Asit-Test Oranı

Asit test oranı, dönen varlık toplamından paraya çevrilmesi daha uzun bir süreyi gerektiren stok kaleminin çıkarılmasıyla bulunan tutar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi ölçen bir orandır. Cari oranı tamamlayarak daha anlamlı hale getirir ve işletmenin 1 YTL için ne kadar süratle paraya çevrilebilen dönen varlığı olduğunu gösterir¹⁰⁸.

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

Asit test oranının 1:1 olması yeterli kabul edilmektedir. Bunun anlamı işletmenin stokları dışındaki nakit ve süratle paraya çevrilebilir değerleriyle kısa vadeli borçlarını ödeyebileceğidir. Oranın 1'e eşit olması veya 1'den küçük olması firmanın ödeme gücünün iyi veya kötü olduğunu göstermez,

stok devir hızı, alacakların tahsilat süreleri, stoklara olan bağımlılık gibi diğer faktörlere de bakılması gerekir¹⁰⁹.

c) Nakit Oran

Bu oran firmanın satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi halinde elindeki hazır değerleri ile kısa vadeli borçlarını ne ölçüde ödeyebileceğini ölçmede kullanılır. Diğer likidite oranlarına göre en hassas orandır.¹¹⁰

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

Oranın 0.20 olması yeterli kabul edilir. Oranın yüksek olması da firmanın elinde nakit fazlası bulundurduğunun göstergesidir.

2.6.2.Faaliyet Oranları

Firmanın çalışma durumunun analizinde kullanılan bu oranlara verimlilik oranları devir hızı oranları da denilmektedir. Firma faaliyetlerini gerçekleştirmede kullandığı varlıkların ne ölçüde etkin kullanıldığının ölçülmesinde bu oranlardan yararlanılır.

Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı, alacakların tahsil edilebilme kabiliyetini gösteren bir ölçüdür. Bir firmanın alacakları, uygun bir süre içinde alınabildiği takdirde, likiditesi yüksek değerler olarak kabul edilmektedir¹¹¹. Bir iktisadi varlığın likiditesi yüksek bir değer olarak nitelendirilmesi için varlığın değer kaybına uğramadan süratle paraya çevrilebilme olanağı olmalıdır¹¹².

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

Alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğinin ve alacakların paraya dönüşüm çabukluğunun bir göstergesi olan devir hızının artışı işletmenin lehine yorumlanan bir durumdur. Aynı zamanda firmanın likidite durumunun ölçülmesinde yararlanılan tamamlayıcı bir orandır¹¹³.

Stok Devir Hızı

Stok devir hızı firmanın elindeki stokları paraya dönüştürme hızı yani ne kadar hızla satıldığının bir göstergesidir.

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

Stok devir firmanın stok politikası hakkında bilgi verir. Stok devir hızının düşük olması depolama maliyetlerini artırır ve malların demode olmasına ve bozulmasına yol açabilir. Stok devir hızının yüksekliği firmanın kârlılığını olumlu yönde etkiler ve stoklara daha az sermaye yatırılmasını sağlar. Fakat çok yüksek olması tüketici taleplerinin karşılanamamasına neden olabilir ve aynı zamanda sipariş giderlerini de artırabilir. Stok devir hızının oluşumuna neden olan şart ve düzenlemeleri yorumlama yaparken dikkate almak gerekir¹¹⁴.

Toplam Aktifler Devir Hızı

İşletmenin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliğinin ölçülmesinde kullanılan bir orandır ve oranın düşük olması firmanın tam kapasite ile çalışmadığını gösterir¹¹⁵.

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

Özsermaye Devir Hızı

Bu oran özsermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığının tespit edilmesinde kullanılır.

$$\text{Özsermaye (Özkaynak) Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Özkaynaklar}}$$

Oranın çok yüksek olması özsermaye yetersizliğini ve işletmenin büyük ölçüde borçlandığını gösterir¹¹⁶.

2.6.3.Mali Yapı Oranları

Mali yapı oranları grubunda firmanın finansal yapısının ve uzun vadeli borç ödeme gücünün göstergesi olan oranlar yer alır. Firmanın özkaynakları ve yabancı kaynakları arasında uygun bir dengenin olup olmadığı, özkaynak olarak sağlanan fonların ne tür varlıklara yatırıldığı gibi soruların yanıtladığı oranlardır. Kaldıraç oranları olarak da anılan oranlar , firmanın finansmanında yabancı kaynaklardan ne derece yararlandığını ortaya koyar.Yabancı

kaynaklar ile özsermaye arasındaki ilişkiyi gösteren bu oranlar firmanın olumlu bir şekilde finanse edilip edilmediği, kredi verenlerin emniyet payının yeterli olup olmadığı sorunlarına da cevap verir¹¹⁷.

Borçların Aktif Toplamına Oranı (Finansal Kaldıraç Oranı)

Aktiflerin ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösteren oran kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına bölünmesiyle elde edilir¹¹⁸.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar Toplamı}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Yabancı kaynak kullanmanın maliyeti özkaynak maliyetine göre düşüktür ve sermaye maliyetinin minimum olacağı noktaya kadar yabancı kaynak kullanıp kaldıraç etkisinden yararlanarak işletme kârlılığını artırılabilir. Fakat borçlanma arttıkça mali risk de artacaktır. Bu nedenle özkaynak yabancı kaynak dengesinin ortalama sermaye maliyetinin minimum düzeyde olacağı noktada gerçekleşmesine özen gösterilmelidir¹¹⁹.

Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı

Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki yüzdesini gösteren oran işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünü ortaya koyar. Oranın yüksek olması iyi bir yönetimin göstergesi olarak kabul edilir ve işletme uzun vadeli borçlarını ve faizlerini ödemediği güçlükle karşılaşmadığını belirtir¹²⁰. Oran aşağıdaki şekilde hesaplanır;

Özkaynaklar

Aktif Toplamı

Özkaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı

İşletmenin özkaynakları ile yabancı kaynakları arasında uygun bir oranın olup olmadığını analize olanak verir. Varlıkların finansmanında özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasında uygun bir dengenin olması önemlidir. Oran işletmenin mali bağımsızlık derecesini gösterir¹²¹.

$$\text{Finansman Oranı} = \frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}$$

2.6.4.Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları ile, işletmenin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesi değerlendirilir. Kaynakların, verimlendirme derecesinin ölçümünde kullanılan oranlar bu grupta toplanmaktadır. İşletmelerin bir bütün olarak tüm faaliyetlerinde kârlı çalışıp çalışmadığının belirlenmesinde bu oranlardan yararlanılır.¹²²

Bir işletmenin elde ettiği kârın ölçülü, yeterli, tatmin edici olup olmadığı konusunda değerlendirme yaparken, (i) sermayenin alternatif kullanılış, alanlarında sağlayabileceği gelir, (ii) genel ekonomik koşullardaki gelişmeler, ekonominin dönemsel olarak içinde bulunduğu evre, (iii) aynı endüstri kolundaki benzer firmaların kâr oranları, (iv) ilgili firmanın elde etmiş olduğu kârların son yıllarda göstermiş olduğu eğilim gibi etmenler göz önünde tutulmalıdır¹²³.

Kâr ile Satışlar Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar

Gelir tablosundaki kâr kalemleri ile net satışlar arasında ilişki kurulur.

Brüt Satış Kârı/ Net Satışlar Oranı; Firmanın net satışlarının yüzde kaçının brüt satış kârı olduğunu gösteren oran işletmenin gayrisafi rantabilitesi hakkında bilgi verir.

Faaliyet Kârı / Net Satışlar Oranı; Firmanın esas faaliyetinin ne ölçüde kârlı olduğunu belirlenmesinde kullanılan oran iş hacmi rantabilitesi hakkında bilgi verir.

Olağan Kâr/ Net Satışlar; Firmanın süreklilik gösteren faaliyetleri sonucunda elde edilen kârın yeterliliğini ölçer.

Dönem Kârı/ Net Satışlar Oranı; Her yüz liralık net satış içinde vergiden önceki kâr tutarını gösterir.

Net Kâr/ Net Satışlar Oranı; İşletme faaliyetlerinin net rantabilitesi hakkında bilgi veren oran, net kârın net satışlar içindeki yüzde payını göstermektedir.

Özsermaye Kârlılığı Oranı

Elde edilen kârla, firma sahipleri tarafından firmaya konulan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi kârlılık analizinde büyük önem taşır.¹²⁴ Bir firmanın kendi özsermayesinin verimlilik derecesini gösteren bu oran, net kârın özsermayeye bölünmesi ile elde edilir ve su formülle hesaplanır¹²⁵.

$$\text{Özsermaye Kârlılığı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özsermaye}}$$

Bu oranın fırsat maliyetinden büyük olması iyidir. İşletme yönetimindeki başarı derecesi ile kârlılık durumunun analizinde önemli bir göstergedir.

Aktif Kârlılığı Oranı

Aktif kârlılık oranı, varlıkların firmada ne ölçüde verimli kullanılıp kullanılmadığını ölçmeye yarayan bir orandır¹²⁶.

Aktif kârlılığı oranı şu formülle hesaplanabilir.

$$\text{Aktif Kârlılığı} = \frac{\text{Toplam Aktifler}}{\text{Net Kâr}}$$

Bu oranda da, bir kârlılığı oranı olduğu için yüksek olması firma açısından iyidir. Ancak, bunun yanında fırsat maliyetine bakılmalıdır.

2.6.5. Piyasa İle İlişkili Oranlar (Borsa Performans Oranları)

Borsa Performans oranları olarak da ifade edilen muhasebe verileriyle piyasa verilerinin ilişkilendirildiği bu oranlar firma değerlemesinde yaygın olarak kullanılan oranlardır.

Fiyat katsayılarıyla firma değerlemesi, çarpanlar yardımı firma değerlemesi, göreceli değerlendirme yöntemleriyle değerlendirme şeklinde literatürde ifadeler mevcuttur. Uluslararası Değerleme Standartlarına göre ise firma değerlendirme yaklaşımları Pazar Yaklaşımı, Gelir İndirgeme Yaklaşımı, Varlık Temelli Yaklaşım olarak üçlü bir sınıflamaya tabi tutulmaktadır¹²⁷: Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu firmayı, piyasada hisseleri işlem gören benzer nitelikteki firmalarla karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki firmalarla yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki firmalar, değerlendirme konusu firma ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır. Halka açık borsa firmalarını analiz etmek suretiyle, genelde

fiyatların çeşitli gelir veya net varlık değerlerine bölünmesiyle oluşan değerlendirme oranları hesaplanmaktadır¹²⁸. Bu değerlendirme yönteminin esasını muhasebe verileri ve hisse senedinin piyasa değeri arasında bir ilişki kurmak oluşturmaktadır. Amaç fiyat katsayılarını kullanarak firma değerinin tespit edilmesidir. Fiyat katsayılarının kullanılması diğer yöntemlere göre daha kolaydır. Piyasa katsayıları ile değerlemeyi; piyasa fiyatının değerlendirmede esas alınan performans kriterine bölünmesi olarak ifade edilebilir¹²⁹. Kullanılan katsayılar ise Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç Oranı, Fiyat/ Nakit Akışı ve Fiyat/ Satışlar dır.

2.6.5.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Yatırımcıların ve finansal analistlerin değerlendirme yaparken Fiyat/Kazanç katsayısı ile birlikte yaygın olarak kullandıkları bir katsayıdır. Piyasada işlem gören bir hisse senedi için belirlenen Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranının veya geçmiş yıllar dikkate alınarak belirlenecek ortalama oranın beklenen ya da tahmin edilen defter değeri ile çarpılması sonucu gerçek değere ulaşılmaktadır¹³⁰.

Bu katsayısının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin nedeni, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırarak hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirildiği ya da ucuz kaldığı konusunda, nakit akımlarını hesaplamak gibi detaylı bir araştırmaya gerek kalmaksızın hemen bir önyargıya sahip olmalarına imkan tanınmasıdır¹³¹.

Piyasa değeri firmanın gelecekte beklenen nakit akımlarını yansıtırken, defter değeri tarihi maliyetleri yansıtmaması ve firmalar arasındaki muhasebe uygulamaları ve temettü dağıtım politikalarındaki farklılıklardan dolayı bu yöntemin sağlıklı olamayacağına ilişkin olarak eleştiriler söz

konusudur. Amortisman ayırma yöntemleri arasından yapılan seçim, stok değerlendirme yöntemleri arasından yapılan seçim, finansman giderlerinin aktifleştirilmesi ya da gider yazılması tercihi, kuruluş ve örgütlenme giderlerinin aktifleştirilmesi ya da gider yazılması tercihi gibi tercihlerden kaynaklanan farklılıklar firmaların net kârlarını değiştirerek özsermayelerinin de tutarını değiştirmektedir. Dolayısıyla özsermayenin de defter değeri de değişmektedir¹³².

2.6.5.2. Fiyat Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç katsayıları, hisse senedi değerlemesinde piyasa analistleri tarafından en yaygın olarak kullanılan katsayılardır. Bunun nedeni hesaplanmasındaki basitlik ve borsa bültenlerinde günlük yayınlanmasıdır. Fiyat /Kazanç oranında hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kazanç oranlanmasıyla elde edilen çarpanın beklenen hisse başına kazanç ile çarpılması sonucu gerçek değer bulunmaktadır¹³³.

F/K oranında fiyat hisse senedinin cari değerini ifade ederken, kazanç ise vergiden sonraki net kârın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunabilir. Bu oranı kullanırken kazancı hesaplarken geçmiş yıl kârı kullanılmakla birlikte, tahmini gelecek yıl kârları da kullanılabilir¹³⁴.

$$F/K \text{ ORANI} = \frac{\text{Hisse senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

Hisse Başına Kâr

Oranın düşük veya yüksek olduğu aynı sektörde faaliyet gösteren diğer firmaların F/K oranı ile veya sektörün ortalama F/K oranı ile karşılaştırılması sonucu yapılır¹³⁵.

Fiyat/ kazanç oranı hisse senedi yatırımcılarının hem firmanın performansı hakkında tahmin yapmalarında hem de piyasanın genel durumu hakkında bilgi sahibi olmalarında iyi bir kaynak oluşturmaktadır. İşletmenin kârlılığı ile firma değeri arasındaki yakın ilişkiden dolayı firma değerlemesinde en yaygın olarak kullanılan orandır¹³⁶.

Halka ilk defa arz edilecek işletmeler için sektörün ortalama Fiyat/ kazanç oranı ortalamasının hisse başına kazancı ile çarpılması ile değer tespit edilmektedir. F/K katsayısı kârların çok düşük olduğu veya zarar gerçekleştiği zaman geçerliliğini yitirmektedir. Firmanın az tutarda kâr etmesi durumunda F/K katsayısı çok yüksek olarak hesaplanmaktadır. Zarar edilmesi durumunda ise negatif olarak hesaplanmaktadır¹³⁷.

İşletme değerlemesinde kazançlardaki değişmelere rağmen sabit bir Fiyat/ kazanç oranının kullanılması, etkin olmayan ve spekülasyonlara açık bir borsada yapılacak değerlemenin yüksek veya düşük değerlemeye neden olması, kazançların negatif olması durumunda anlamlı olamaması gibi nedenler Fiyat/ kazanç oranının sakıncaları arasında sayılmaktadır¹³⁸.

2.6.5.3. Piyasa Değeri /Nakit Akışı Oranı

Hisse senedinin piyasa fiyatının işletmenin faaliyetleri sonucu elde ettiği nakde oranı olup piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurulur¹³⁹..

Fiyat / Nakit Akışı Oranı= Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı

Hisse Başına Nakit

2.6.5.4. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı

Bu oran piyasa değeri ile satışlar arasındaki ilişki satış hasılatı üzerinden büyüme potansiyelinin daha iyi ölçüleceği varsayımıyla tercih edilen bir orandır. Hisse senedi fiyatının hisse başına düşen satış tutarına bölünmesiyle bulunur¹⁴⁰.

Fiyat/ Satış oranı= Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı

Hisse Başına Satışlar

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUHASEBEDE DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN UYGULAMA

Uygulamayı gerçekleştirmek amacıyla İMKB’de işlem gören Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi dahilinde seçilen 16 adet firma verileri üzerinde çalışma gerçekleştirilmiştir.

3.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Firmanın finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş bir sunumu olan finansal tabloların amacı, kullanıcıların ekonomik kararlar verirken kullanmaları için işletmenin finansal durumu, performansı (faaliyet sonuçları) ve nakit akışları hakkında gerçeğe uygun bilgi sağlamaktır.

İşletme sahip ve yöneticileri dahil, firma ile ilgili kişi ve kuruluşların tümünün işletme ile ilgili bilgileri finansal tablolardan sağladıkları düşünüldüğünde, muhasebedeki değerlendirme sürecinin önemi bir kez daha görülür. Değerleme işleminin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin tümünü dolaylı veya doğrudan etkilemesi, değerlendirme işleminin tüm ilgili kişiler açısından önemli kılmalıdır.

Ölçüm esaslarının seçimi, finansal tabloların hazırlanmasında kullanılacak olan muhasebe modellerini belirler ve farklı muhasebe modelleri de değişik derecelerde uygunluk ve güvenilirlik gösterirler.

Değerleme ilkeleri ve buna ilişkin ölçüler işletmenin finansal görünümünü ve faaliyet sonuçlarını etkileyen önemli bir konudur. Kârın doğru olarak saptanmasında değerlendirme ilkelerinin önemi büyüktür. Çünkü kullanılacak değerlendirme yöntemine göre kârın büyüklüğü farklı olabilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, kârın doğru tespit edilmesinde ve gerçeğe uygun bilançoların hazırlanmasında değerlendirme yöntemlerinin önemi büyüktür.

Nitekim Sermaye Piyasası Kurulu muhasebe standartlarının UFRS ile tam uyumunun sağlanması amacıyla 15.11.2003 tarih 25290 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan XI Seri ve 25 sıra no lu “ Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları”hakkında tebliği yayınlamış ve Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi anonim ortaklıklarda yapılacak değerleme de kullanılabilecek değerleme ölçüleri ve bunların tanımları ve kullanım yerleri bu tebliğle belirlenmiştir. Tebliğ, 01.01.2005 tarihinden sonra sona eren ilk ara mali tablolardan geçerli olmak üzere yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir. UFRS lerde finansal tablo kalemlerinin değerlemesin de tarihi maliyetin yanında çoğunlukla gerçeğe uygun değere göre değerleme esasını benimsediği görülmektedir. Bu da firmaların finansal tablolarını ve faaliyet sonuçlarını değiştirmektedir. Nitekim bu değişimin (muhasebedeki değerleme yöntemlerindeki değişimin) firma piyasa değerini etkileme derecesini test etmek çalışmanın iki amacından birisini oluşturmaktadır.

Çalışmanın ikinci amacı ise, muhasebe verilerine dayalı (finansal tablo analizi sonucu üretilmiş oranlar) 16 adet değişkenin firma piyasa değerini açıklama gücünü test etmektir.

3.2. Çalışmanın Yöntemi

3.2.1. Veri Toplama Yöntemi

Çalışma kapsamına, 1995/03-2007/03 döneminde İMKB’de ulusal pazarda işlem gören, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi dahilinde 16 adet firmanın üçer aylık toplam 49 döneme ait üçer aylık bağımsız denetimden geçmiş bilânço ve gelir tabloları dahil edilmiştir. Bu amaçla, firmalara ait kapanış değerleri ve üçer aylık bağımsız denetimden geçmiş bilânço ve gelir tablolarından oluşan veri İMKB Eğitim ve Yayın Müdürlüğü’nden elde edilmiştir.

Tablo 3.1: Çalışmaya dahil edilen şirketler aşağıdaki gibidir;

Şirket Sayısı	Şirket ismi
1	ADANA ÇİMENTO SANAYİ T.A.AŞ
2	ANADOLU CAM SANAYİ A.Ş
3	BOLU ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
4	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
5	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş
6	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş
7	DENİZLİ CAM SANAYİ VE TİCARET A.Ş
8	ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş
9	HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİ A.Ş
10	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş
11	KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş
12	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ ANAONİM ŞİRKETİ
13	MARDİN ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş
14	OYSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş
15	TRAKYA CAM SANAYİ A.Ş
16	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş

3.2.2. Veri Analiz Yöntemi

Çalışmada firma değerini belirlemede modele dahil edilen 16 tane muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edilmiştir. Kanonik Korelasyon birden fazla sayıda bağımlı değişken seti ile bir/daha fazla bağımsız değişken seti arasındaki ilişkinin incelenmesi için kullanılan bir yöntemdir. Kanonik korelasyon analizi çoklu regresyon analizinin bir uzantısıdır fakat bir farkla ki, ikinci sette tek bir cevap değişkeni yerine çoklu cevap değişkeni yer alır. Amacı ise iki sayısal veri seti arasındaki ilişkilerdeki varyansı mümkün olduğunca geniş bir şekilde açıklayabilmektir. En gelişmiş ve en karmaşık ilişki analizi olan kanonik korelasyon analizi çok boyutlu yığından çekilmiş iki yada daha çok değişken kümesi arasındaki ilişki ile ilgilenir¹⁴¹.

Kanonik korelasyon uygulamasında aşağıdaki varsayımlar geçerlidir;

1. Değişkenler çok değişkenli normal dağılım göstermelidir.
2. İki grup değişken setinde yer alan değişkenlerin eşit sayıda olması zorunluluğu yoktur.
3. Verilerde aykırı değerlerin olmaması gerekir.
4. Gereksiz değişken olmamalıdır.
5. Çoklu bağlantı olmamalıdır.
6. Analiz edilecek değişkenler arasında tam korelasyon olmamalıdır.

X rasgele değişken kümesi p değişkenden oluşan **X₁** ve q değişkenden oluşan **X₂** değişken kümelerine ayrılmış olsun.

$$X = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \end{bmatrix}$$

Ayrıca V kovaryans matrisi

$$V = \begin{bmatrix} V_{11} & V_{12} \\ V_{21} & V_{22} \end{bmatrix}$$

Şeklinde parçalanmış olsun. Kanonik korelasyon analizinde 1. değişkenler kümesinin doğrusal bileşenleri ile 2. değişkenler kümesinin doğrusal bileşenleri maksimum korelasyon verecek şekilde oluşturulur. Bu şekilde elde edilen birinci değişken u ikinci değişken v ise bu değişkenler aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$u = \alpha' X_1 \text{ ve } v = \gamma' X_2$$

Burada α' ve γ' elde edilen kanonik değişkenlerin katsayılarını göstermektedir. Böylece iki değişken kümesi arasında çok sayıda korelasyon yerine birkaç tane doğrusal bileşenler arasındaki kanonik korelasyonlarla ilgilenilir.

Elde edilen kanonik korelasyon değerlerinin önem kontrolü için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemlerden birisi de Bartlett testidir. Bu yöntemde elde edilen değer Chi-Square değerine dönüştürülerek elde edilen korelasyon değerinin önemli olup olmadığına karar verilir.

Bu yöntemde

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

$$H_1: \text{en az bir } \rho_i \neq 0$$

Test için yığın korelasyon değerinin tahmini için örnekten hesaplanan korelasyon değeri kullanılır. Hipotez testinde önce Wilks tarafından önerilen Λ katsayısı hesaplanır.

$$\Lambda = \prod_{i=1}^p (1 - r_i^2)$$

Bu katsayı kullanılarak elde edilen χ^2_h test istatistiği değeri

$$\chi^2_h = -[(n-1) - (p+q+1)/2] \log \Lambda$$

Elde edilen bu değer $p \times q$ serbestlik dereceli Chi-square tablo değeri ile karşılaştırılmadır. Bu test yönteminde H hipotezi reddedilirse elde edilen birinci kanonik korelasyon katsayısı önemlidir hükmü verilir. Kalan diğer kanonik korelasyon katsayıları için test tekrar yapılır.

Çalışmadaki kanonik korelasyon için kullanılan 16 tane defter değeri ile ilgili değişken ve 2 tane de piyasa değeriyle ilgili değişkenler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.2: Kanonik Korelasyon için Kullanılan Değişkenler

DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	PİYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER
Özsermaye	Şirketin Toplam Piyasa Değeri
Ödenmiş Sermaye+Kâr Yedekleri+Sermaye Yedekleri	Hisse Senedi Fiyatı
Cari Oran	
Brüt Kâr Marjı	
Esas Faaliyet Kâr Marjı	
Fvaök Marjı	
Net Kâr Marjı	
Borçlanma Oranı	
Finansal Borç /Özsermaye	
Finansal Borç/Toplam Borç	
Aktif Devir Hızı	

Aktif Kârlılığı	
Özsermaye Kârlılığı	
Özsermaye Devir Hizi	
Piyasa Değeri / Defter Değeri	
Fiyat Kazanç Oranı	

Çalışmanın ikinci amacını gerçekleştirmek için ise muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma piyasa değerini etkileme (açıklama) derecesi tek değişkenli doğrusal regresyon analizi ile test edilmiştir. Tek değişkenli regresyon analizi bir bağımlı değişken ve bir bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi inceler. Tek değişkenli regresyon analizi ile bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi temsil eden bir doğrunun denklemi formüle edilir.

Bir Y bağımlı değişkenin X bağımsız değişkeninden etkilendiği veya aralarında doğrusal ilişkinin varlığı kabul edilirse çoklu regresyon denklemi;

$$Y = \beta_0 + \beta_1.X + \varepsilon$$

olarak yazılır.

Modelde parametrelerin tahmini en küçük kareler yöntemi ile aşağıdaki şekilde elde edilir:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{n \cdot \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i - \sum_{i=1}^n x_i \cdot \sum_{i=1}^n y_i}{n \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2} \quad \hat{\beta}_0 = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n y_i - \frac{\hat{\beta}_1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n x_i$$

Modelin anlamlılığı için F testi yapılır. F testinde hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulur:

$$H_0: \beta_1 = 0 \text{ "Bağımlı değişken üzerinde bağımsız değişkenin etkisi yoktur."}$$

$H_1: \beta_1 \neq 0$ “Bağımlı değişken üzerinde bağımsız değişkenin etkisi vardır.”¹⁴²

Elde edilen bulgular ANOVA tablosunda düzenlenir. Hesaplanan F değeri istenilen güvenirlik düzeyi için F tablo değerinden büyük ise H_0 hipotezi reddedilir. Modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenir.

Ayrıca, regresyon denklemindeki her bir katsayının anlamlılığı için student t testi yapılır. Student t testinde her bir katsayı için;

$H_0: \beta_j = 0$ “Bağımlı değişken üzerinde j. katsayının etkisi yoktur.”

$H_1: \beta_j \neq 0$ “Bağımlı değişken üzerinde j. katsayının etkisi vardır.”

Hipotez testi sonucunda H_0 hipotezi reddedilir ise ilgili katsayının bağımlı değişken üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşılır.

Regresyon analizinde ayrıca korelasyon katsayısı ve belirleme katsayısı hesaplanarak bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimi açıklama miktarı da (yüzde olarak) hesaplanır¹⁴³.

3.3. Bulgular ve Yorum

Yapılan çalışmada ilk olarak her bir firma için (16 adet) türetilen kanonik denklem ile muhasebe verilerine dayalı 16 adet değişkenin firma piyasa değerini açıklama kabiliyeti tespit edilmiştir. İkinci olarak muhasebe değerlendirme yöntemlerinin firma piyasa değerini açıklama kabiliyetine ilişkin olarak regresyon analizi ile test edilmiştir. Bunlara ilişkin sonuç ve yorumlar her bir firma için ayrı ayrı olarak aşağıdaki verilmiştir.

Tablo 3.3 : ADANA ÇİMENTO SANAYİ TA.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-1,320
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,085
CARİ ORAN	-,182
BRÜT KÂR MARJİ	,727
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-,417
FVAÖK MARJİ	-,104
NET KÂR MARJİ	,212
BORÇLANMA ORANI	-,121
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,049
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	-,064
AKTİF DEVİR HIZI	-,083
AKTİF KÂRLİLİĞİ	-,006
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	,179
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-,059
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,455
FİYAT KAZANÇ ORANI	,283
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-1,16
HİSSE SENEDİ FİYATI	0,172
Kanonik korelasyon katsayısı: 0,996 Wilk's Λ değeri:0,003 χ^2 değeri: 199,542 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

Yukarıdaki tabloda Adana Çimento için uygulanan kanonik korelasyon sonuçları gösterilmiştir. Firma değerini belirlemede modele dahil edilen 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edilmiştir. Buna göre; adana çimento A.Ş.'nin özsermayesi ile piyasa fiyatı arasından -1.320 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın, Brüt kâr marjı beklendiği gibi değer belirlenmesinde en yüksek pozitif (0,727) katkısı olmuştur. Firmanın kaynakları kullanmadaki etkenliğini gösteren aktif devir hızı ve Aktif kârlılığı oranlarının negatif etkisi olmuştur. Diğer beklenmeyen bir sonuç ise fiyat kazanç oranının piyasa değerini belirlemede negatif bir etkiye sahip olmasıdır.

Bu şekilde 16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak kanonik denklem türetilmiş ve söz konusu kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini %99,6 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,003; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.4 : Adana Çimento için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	-,636	-46,072	,000	Belirleme katsayısı: 0,992
	,996	72,075	,000	F değeri: 5194,745 p=0,000
I. dönem	-,566	-15,432	,000	Belirleme katsayısı: 0,789
	,821	9,851	,000	F değeri: 97,045 p=0,000
II. dönem	-,647	-26,466	,000	Belirleme katsayısı: 0,884
	,779	6,767	,001	F değeri:45,789 p=0,001
III. dönem	-,449	-5,724	,001	Belirleme katsayısı: 0,992
	1,086	28,827	,000	F değeri:831,000 p=0,000

Yapılan çalışmada - muhasebe değerlendirme yöntemlerinin firma piyasa değerini etkileme derecesi test edilmiştir. Yukarıdaki tabloda muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçları verilmiştir.

Etkinin belirlenmesinde tek değişkenli doğrusal regresyon modeli uygulanmıştır. Verilerin yapısı dikkate alınarak dört farklı dönem itibarıyla regresyon analizi tekrarlanmıştır:

Tüm dönemler 1995 – 2007 yılı ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır; döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %99,6; r^2 değeri 0,992 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, Adana çimento hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99,6 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,99 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %99unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I.dönem 1995-2002 yılları her üç aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır. Döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 82,1; r^2 değeri 0,789 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, Adana çimento hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %82,1 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,789 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %78,9 unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. dönem 2003- 2004 yılları her üç aylık üç aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır. Döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 77,9; r^2 değeri 0,884 ve $p=0,001$ $p<0,05$ dir. Diğer bir ifadeyle, Adana çimento hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve % 77,9 oranında hareket etmektedir.

Modele ilişkin r^2 değerinin 0,789 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %78,9 unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. dönem 2005-2007 yılları her üç aylık üç aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır (2007 yılı ocak-şubat-mart birinci üç ay ve nisan – mayıs-haziran olmak üzere ikinci üç aylık dönem verileri kullanılmıştır). Döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,086 ; r^2 değeri 0,992 ve $p = p = 0,001$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, Adana çimento hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve 1,086 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,992 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %99,2 unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ADANA ÇİMENTO için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,992$ ile III. dönem yani 2005-2007 dönemi olduğu tespit edilmiştir. En düşük açıklama kabiliyeti I. dönemdir ($r^2 = 0,789$).

Tablo 3.5 : ANADOLU CAM SANAYİ A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,853
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,131
CARİ ORAN	,002
BRÜT KÂR MARJİ	,012
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-,034
FVAÖK MARJİ	-,010
NET KÂR MARJİ	-,024
BORÇLANMA ORANI	-,049
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,074
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,016
AKTİF DEVİR HIZI	-,144
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,170
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,165
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,190
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,060
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,085
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-1,625
HİSSE SENEDİ FİYATI	,626
Kanonik korelasyon katsayısı: ,994 Wilk's Λ değeri:0 ,002 χ^2 değeri: 210,453 Serbestlik derecesi: 32 p=0,000	

Yukarıdaki tabloda ANADOLU CAM için uygulanan kanonik korelasyon sonuçlarına göre; . Anadolucamın özsermayesi ile piyasa fiyatı arasından $-0,853$ düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Buradan da özsermaye tutarının çok da dikkate alınmayan bir değişken olduğunu anlamaktayız. Özsermaye devir hızı(0,19) ile aktif kârlılığı (0,17) pozitif katkısı olan değişkenlerdir. Piyasa değeri/ Defter değeri ve Fiyat /kazanç oranı değişkenleri ise hem negatif hem de düşük katkısı olan değişkenler olarak karşımıza çıkmıştır.

Şekilde 16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak iki kanonik denklem türetilmiş ve söz konusu kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini %99,4 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,002; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.6 : Anadolu Cam Sanayi A.Ş için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	T	P	Modelin testi
Tüm dönemler	,444	17,023	,000	Belirleme katsayısı:0 ,988 F değeri: 3686,673 p=0,000
	,994	60,718	,000	
I. dönem	,336	8,749	,000	Belirleme katsayısı:0 ,852 F değeri: 149,740p=0,000
	,804	12,237	,000	
II. dönem	,463	2,573	,042	Belirleme katsayısı: ,946 F değeri: 106,113 p=0,000
	,988	10,301	,000	
III.dönem	,228	,202	,846	Belirleme katsayısı: ,449 F değeri: 5,707 p=0 ,048
	,928	2,389	,048	

Muhasebe değerleme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %99,4; r^2 değeri 0,988 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, ANADOLUCAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99,4 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,988 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %99 unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme ilişkin sonuçlara baktığımızda ANADOLUCAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %80,4 oranında hareket ettiğini görmekteyiz. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,852 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %85 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. dönemde ise Modele ilişkin r^2 değerinin 0,946 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin yaklaşık %95 ini açıkladığını göstermektedir ve ANADOLU CAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve % 98,8 oranında hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. dönemde ise düzeltilmiş β katsayısı 0,928 ; r^2 değeri 0,449 ve $p=0,048$ ($p<0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, ANADOLU CAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %93 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,449 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin ancak %45 ini açıkladığını göstermektedir. Bu oldukça düşük bir orandır. Anadolu cam için III. Dönemde uygulanan değerleme yöntemlerinin piyasa

değerindeki değişimi açıklama gücü diğer firmalara göre düşük kalmıştır. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ANADOLU CAM için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,946$ ile II. dönem olduğu tespit edilmiştir. En düşük açıklama kabiliyeti ise $r^2 = 0,449$ ile III. Döneme aittir(2005-2007)

Tablo 3.7: BOLU ÇİMENTO SANAYİ A.Ş. için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,332
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,416
CARİ ORAN	-,237
BRÜT KÂR MARJİ	-,086
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,132
FVAÖK MARJİ	,030
NET KÂR MARJİ	-,225
BORÇLANMA ORANI	-,022
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	,050
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,001
AKTİF DEVİR HIZI	,914
AKTİF KÂRLİLİĞİ	-,345
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	,486
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-1,088
PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,366
FİYAT KAZANÇ ORANI	,103
PİYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PİYASA DEĞERİ	-1,519
HİSSE SENEDİ FİYATI	,523
Kanonik korelasyon katsayısı: ,986 Wilk's Λ değeri: ,007 χ^2 değeri: 173,278 Serbestlik derecesi: 32 p=0,000	

Firma değerini belirlemede modele dahil edilen 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde 16 muhasebe verilerine dayalı değişken arasında değer belirlenmesinde BOLU ÇİMENTO A.Ş için en yüksek pozitif katkısı olan değişken %91 ile aktif devir hızı olmuştur. Ancak aktif kârlılığının etkisi - %34,5 olmuştur. Benzer şekilde; özsermaye kârlılığı pozitif yaparken (%48,6) özsermaye devir hızı negatif etki (-% 108,8) yapmıştır. Tüm varlıkların verimliliğinin ölçümünde kullanılan bir oran olan aktif devir hızı arttıkça varlık yönetiminde etkinliğin artması olarak algılanmış ve piyasa değeri üzerinde en yüksek olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir. İşletmenin mali rantabilitesini, özkaynağın verimliliğini ölçen bir oran olan özsermaye kârlılığı değişkeni de %48 ile pozitif katkısı olan bir değişkendir. Fiyat /Kazanç oranı değişkeni ise %10'luk pozitif bir etkiye sahip değişkendir.

Bu şekilde 16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak iki kanonik denklem türetilmiş ve söz konusu kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 98,6 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,007; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.8 : BOLU ÇİMENTO A.Ş için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	1,348	20,356	,000	Belirleme katsayısı: ,972
	,986	38,831	,000	F değeri: 1507,825 p=0,000
I. dönem	1,086	10,187	,000	Belirleme katsayısı: 0,891
	,841	14,598	,000	F değeri: 213,101 p=0,000
II. dönem	,059	,158	,880	Belirleme katsayısı: ,631
	,470	3,204	,019	F değeri: 10,266 p=,019
III.dönem	3,058	3,520	,010	Belirleme katsayısı: ,867
	1,399	6,761	,000	F değeri: 45,714 p=0,000

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %98,6; r^2 değeri 0,972 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BOLU ÇİMENTO A.Ş hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %98,6 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,97 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 isini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 84,1; r^2 değeri 0,891 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BOLU ÇİMENTO A.Ş hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %84,1 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,891 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %89,1 unu açıkladığını göstermektedir. Yine model $p>0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 47 ; r^2 değeri 0,631 ve $p=0,001$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BOLU ÇİMENTO A.Ş hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve % 47 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,631 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %63 ünü açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,399; r^2 değeri 0,867 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BOLU ÇİMENTO A.Ş hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve 1,399 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,867 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi

fiyatındaki değişimin %86,7 sini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerleme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda BOLU ÇİMENTO A.Ş için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,891$ ile birinci dönem yani 1995-2002 dönemi olduğu tespit edilmiştir. II. Dönemde (2003-2004) açıklama kabiliyeti azalmıştır ($r^2 = 0,631$) fakat III. Dönemde açıklama kabiliyeti $r^2 = 0,867$ ye yükselmiştir.

Yine regresyon denklemindeki sabit katsayı III.dönem için 3.06; I. Dönem için 1.086 gibi yüksek bir değer olurken II. Dönemde bu katsayı 0,06 düzeyine kadar düşmüştür. Tüm dönemler için ise bu oran 1,35 gibi yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.9 : BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş. için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,457
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,611
CARİ ORAN	-,118
BRÜT KÂR MARJİ	-,251
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,177
FVAÖK MARJİ	,147
NET KÂR MARJİ	-,089
BORÇLANMA ORANI	-,002
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,302
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,231
AKTİF DEVİR HIZI	-2,346
AKTİF KÂRLİLİĞİ	2,048
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-2,064
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	2,393
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,239
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,028
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-,969
HİSSE SENEDİ FİYATI	-,034
Kanonik korelasyon katsayısı: ,977 Wilk's Λ değeri: ,025 χ^2 değeri: 127,777 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş. açısından 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama

gücü test edildiğinde en yüksek pozitif katkısı olan değişkenler 2,048 ile aktif kârlılığı ve 2,393 ile özsermaye devir hızı olmuştur. Aktif kârlılığı pozitif bir etkiye sahipken, bu kâr yüksek risk olarak algılanmış aktif devir hızı (-2,346) firma piyasa değerini açıklamada ters yönlü bir etkiye neden olmuştur. Özsermaye devir hızının yüksek olması işletme özsermayesinin ekonomik ve verimli bir şekilde kullanıldığını gösterirken; oranın normalin çok üzerinde olması işletmenin özkaynaklarının yetersiz olduğunu veya işletmenin geniş ölçüde yabancı kaynaklardan yararlandığı şeklinde algılandığı tespit edilmiştir. BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş. açısından baktığımızda özsermaye devir hızı pozitif bir etki yapmış olmasına rağmen özsermaye kârlılığı benzer ağırlıkla -2,064 ile ters yönlü bir etkiye sahip olmuştur. Bir diğer göze çarpan sonuç ise fiyat/kazanç oranının piyasa değerini belirlemede negatif bir etkiye sahip olmasıdır. Aynı zamanda özsermaye tutarının da çok fazla itibar edilen dikkate alınan bir faktör olmadığını ortaya çıkarmıştır. Çünkü BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.'nin ödenmiş sermayesi ile piyasa fiyatı arasından -,611 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 97,7 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,025 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.10 : Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	1,128	14,828	,000	Belirleme katsayısı: ,954 F değeri: 885,933 p=0,000
	,977	29,765	,000	
I. dönem	,678	6,298	,000	Belirleme katsayısı: ,787 F değeri: 96,352 p=0,000
	,686	9,816	,000	
II. dönem	-,158	-1,325	,233	Belirleme katsayısı: ,868 F değeri: 39,325 p= 0,001
	,335	6,271	,001	
III.dönem	2,220	2,826	,026	Belirleme katsayısı: ,851 F değeri: 39,961 p=0,000
	1,278	6,322	,000	

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %97,7 r^2 değeri 0,954 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BCİM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %97,7 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,954 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %95 isini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 68,6; r^2 değeri 0,787 ve $p=0,000$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BCİM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %68,6 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,787 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %78 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 33,5 ; r^2 değeri 0,851 ve $p=0,001$ ($p>,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BCİM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve % 33 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,868 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %87sini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,278 ; r^2 değeri 0,851 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, BCİM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,851 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %85 sini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerleme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.ř. için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,868$ ile ikinci dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit edilmiştir. III. Dönemde açıklama kabiliyeti birinci döneme göre yüksektir ($r^2 = 0,851$).

BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.ř. de de II. Dönem regresyonun sabiti (α =karakteristik doğrusunun dikey eksenini kestiği nokta) negatif (-%15.8) ıkmış; diğer dönemlerde pozitif (en yüksek düzeye yine III. Dönemde ulaşmıştır) değer almıştır. II. Dönemdeki β katsayısının da düşüklüğü dikkate alınırsa bu dönemde ařırđ değerleme olduğu şeklinde bir sonuca avrđlabilir.

Tablo 3.11: ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,820
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,054
CARİ ORAN	,250
BRÜT KÂR MARJİ	,354
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-,318
FVAÖK MARJİ	-,061
NET KÂR MARJİ	-,208
BORÇLANMA ORANI	,241
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,308
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,110
AKTİF DEVİR HIZI	1,314
AKTİF KÂRLİLİĞİ	-1,913
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	2,061
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-1,453
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,406
FİYAT KAZANÇ ORANI	,466
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	1,031
HİSSE SENEDİ FİYATI	-2,026
Kanonik korelasyon katsayısı: ,986 Wilk's Λ değeri: ,010 χ^2 değeri: 159,007 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

ÇİMSA ÇİMENTO ile ilgili sonuçlara bakıldığında en yüksek pozitif katkısı olan değişkenler özsermaye kârlılığı ile aktif devir hızı değişkeni olmuştur. Özsermaye kârlılığı işletmenin yönetimindeki başarı derecesi ile kârlılık durumunun analizinde önemli bir göstergedir ki nitekim bu ÇİMSA ÇİMENTO açısından da en yüksek pozitif katkısı olan bir değişkendir. Özsermaye devir hızı değişkenine baktığımızda -1,453 ile negatif katkısı olan bir değişken olduğunu tespit edilmiştir. Aslında özsermaye kârlılığı ile özsermaye devir hızı arasında doğrudan bir ilişki vardır ve bir şirket özsermaye devir hızını yükselterek kârlılık oranının da artırabilir. ÇİMSA ÇİMENTO yatırımcıları açısından ise bu durum riskli olarak algılanmıştır. Bir şirkette özsermaye devir hızının yüksek olması şirketin sermayesini ekonomik ve etkin bir biçimde kullandığı veya özsermayesinin yetersiz oluşunu ve şirket finansmanında geniş ölçüde borç kullandığı şeklinde yorumlanabilir. Fiyat/ Kazanç oranı 0,466 ile pozitif katkısı olan değişkenlerden birisi olmuştur.

Yine ÇİMSA ÇİMENTO açısından da özsermaye tutarının da çok fazla itibar edilen dikkate alınan bir tutar olmadığı tespit edilmiştir. Çünkü özsermaye ile piyasa fiyatı arasından -,820 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 98,6 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,010 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.12 :Çimsa Çimento için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	-1,046	-38,519	,000	Belirleme katsayısı: ,971
	,986	38,195	,000	F değeri: 1458,877 p=0,000
I. dönem	-,498	-5,999	,000	Belirleme katsayısı: ,481
	,417	4,911	,000	F değeri: 24,115 p=0,000
II. dönem	-,965	-25,818	,000	Belirleme katsayısı: ,940
	,813	9,670	,000	F değeri: 93,507 p=0,000
III.dönem	-,971	-2,644	,033	Belirleme katsayısı: ,738
	1,054	4,438	,003	F değeri: 19,699 p=,003

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %98,6 , r^2 değeri 0,971 ve $p=0,000$ ($p<,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, ÇİMSA ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %98 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,971 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 isini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda, ÇİMSA ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %41 oranında hareket etmektedir Modele ilişkin r^2 değerinin 0,481 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %48 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme ilişkin düzeltilmiş β katsayısı % 81,3 ; r^2 değeri 0,940 ve $p=0,001$ ($p>,05$)dir. ÇİMSA ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %81 oranında hareket etmektedir Modele ilişkin r^2 değerinin 0,940 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %94 ünü açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,054; r^2 değeri 0,738 ve $p=0,003$ ($p<0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, ÇİMSA ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,738 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %74 ünü açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ÇİMSA ÇİMENTO için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,940$ ile ikinci dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit edilmiştir. III. dönemde açıklama kabiliyeti birinci döneme göre yüksektir ($r^2 = 0,738$).

ÇİMSA ÇİMENTO da da ADANA ÇİMENTO da olduğu gibi analiz dönemlerinin tamamında (4 dönemde) negatif sabit katsayı tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle ÇİMSA ÇİMENTO için yatırımcılar uygulanan muhasebe değerlendirme yöntemlerinde aşırı değerlendirme yapıldığı şeklinde yorumlamışlardır.

Tablo 3.13 : ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,837
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,353
CARİ ORAN	,039
BRÜT KÂR MARJİ	-,148
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,011
FVAÖK MARJİ	,238
NET KÂR MARJİ	,092
BORÇLANMA ORANI	,833
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,580
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	-,048
AKTİF DEVİR HIZI	,072
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,007
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,066
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-,197
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,461
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,080
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-4,743
HİSSE SENEDİ FİYATI	3,826
Kanonik korelasyon katsayısı: ,992 Wilk's Λ değeri: ,005 χ^2 değeri: 181,050 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

İşletmenin kaynak yapısı ve sağlamlık derecesinin ölçümünde kullanılan bir oran olan borçlanma oranı (Finansal kaldıraç oranı) varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir ve finansal kaldıracın etkisinin firma kârlılığını artırıp artırmadığı sorularına yanıt verebilecek oranlardan birisidir. ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş açısından en yüksek pozitif katkısı olan değişkenler den birisi de 0,833 ile Borçlanma oranı olmuştur. FVAÖK marjı da 0,238 ile pozitif katkısı olan değişkendir. Diğer bazı işletmelerde olduğu gibi ÇİMENTAŞ ÇİMENTO nun özsermayesi ile piyasa fiyatı arasından -0,837 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Göze çarpan bir diğer nokta ise Piyasa Değeri/ Değer Değerinin -0,461 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Yukarıdaki katsayıları esas alan kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 99,2 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri ,005 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3. 14: Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	T	P	Modelin testi
Tüm dönemler	-,217	-8,405	,000	Belirleme katsayısı: ,984 F değeri: 2699,784 p=0,000
I. dönem	,992	51,959	,000	Belirleme katsayısı: ,971 F değeri: 874,042p=0,000
II. dönem	-,212	-8,032	,000	Belirleme katsayısı: ,850 F değeri: 33,982p=0,001
III.dönem	,991	29,564	,000	Belirleme katsayısı: ,966 F değeri: 201,386 p=0,000
	,012	,059	,955	
	1,226	5,829	,001	
	-,308	-1,813	,113	
	,960	14,191	,000	

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %99,2 , r^2 değeri 0,984 ve $p=0,000$ ($p<,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, ÇİMENTAŞ hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,984 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %98 isini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığını göstermektedir. ÇİMENTAŞ hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %85 ini açıkladığını göstermektedir. düzeltilmiş β katsayısının 1,226 olması göstermektedir ki ÇİMENTAŞ hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı ,960; r^2 değeri 0,966 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, ÇİMENTAŞ hisse

senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,966 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %96 sını açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ÇİMSA için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,971$ ile birinci dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise II. dönem olduğu tespit edilmiştir. III. dönemde açıklama kabiliyeti ikinci döneme göre yüksektir ($r^2 = 0,966$).

Regresyon sabit katsayısı açısından tüm dönemler itibarıyla negatif (-0,217) dir sadece II. Dönemde pozitif (1.226) değer almıştır. ÇİMENTAŞ açısından II. Dönemdeki muhasebe değerlendirme uygulaması diğer dönemlerden çok farklı olarak algılanmış ve dolayısıyla yüksek düzeyde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.15: DENİZLİ CAM SANAYİ VE TİCARET A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-1,146
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,097
CARİ ORAN	-,572
BRÜT KÂR MARJİ	-,445
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-,033
FVAÖK MARJİ	,183
NET KÂR MARJİ	,240
BORÇLANMA ORANI	-,378
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,043
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,023
AKTİF DEVİR HIZI	,210
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,137
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,580
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-,172
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,268
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,083
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	2,669
HİSSE SENEDİ FİYATI	-3,668
Kanonik korelasyon katsayısı: ,948 Wilk's Λ değeri: ,080 χ^2 değeri: 87,038 Serbestlik derecesi:32.00 p=0,000	

DENİZLİ CAM için uygulanan kanonik korelasyon sonuçlarına baktığımızda en yüksek negatif katkısı olan değişkenin özsermaye olduğunu görmekteyiz. Özsermaye tutarının bu şirket açısından da çok fazla itibar edilen dikkate alınan bir tutar olmadığını anlıyoruz çünkü özsermaye ile piyasa fiyatı arasından -1,146 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Net Kâr Marjı, FVAÖK Marjı, Aktif Kârlılığı, Aktif Devir hızı pozitif katkısı olan değişkenler arasındadır. 0.24 ile en yüksek pozitif katkısı olan değişken olan Net Kâr Marjı olmuştur.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 94,8 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri ,080 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.16: DENİZLİ CAM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. İçin Regresyon Analizi Sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	3,697	13,912	,000	Belirleme katsayısı: ,898
	,948	19,465	,000	F değeri: 378,889p=0,000
I. dönem	3,768	10,117	,000	Belirleme katsayısı: ,857
	,964	12,471	,000	F değeri: 155,532p=0,000
II. dönem	1,458	1,566	,168	Belirleme katsayısı: ,657
	,549	3,387	,015	F değeri: 11,473p= ,015
III.dönem	6,072	1,655	,142	Belirleme katsayısı: ,458
	1,297	2,432	,045	F değeri: 5,914 p= ,045

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %94,8 , r^2 değeri 0,898 ve $p=0,000$ ($p<,05$)dir. Şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %95 oranında hareket etmektedir. r^2 değerine baktığımızda da değişkenlerin

hisse senedi fiyatındaki değişimin %90 nını açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I.döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %86 sini açıkladığını görmekteyiz. DENİZLİ CAM hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %96 oranında hareket etmektedir. Model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %65 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,549 olması göstermektedir ki DENİZLİ CAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,297 ; r^2 değeri 0,458 ve $p = 0,045$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, DENİZLİ CAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,458 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %46 sını açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda DENİZLİ CAM için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,857$ ile birinci dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise III. dönem olduğu tespit edilmiştir. II. dönemde açıklama kabiliyeti üçüncü döneme göre daha yüksektir ($r^2 = 0,657$).

Modele ilişkin sabit katsayılar II. Dönem hariç her dönem çok yüksek düzeyde gerçekleşirken r^2 değerlerinin diğer firmalara oranla düşük olması

veri (muasebe değerleme yöntemleri sonucu oluşan değerlerin) hassasiyetinin zayıf olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.17: ECZACIBAŞI YAPI GERE LER  SANAY  VE T CARET A.Ő için kanonik korelasyon analizi sonuçları

OR�J�NAL DEę�ŐKENLER	KANON�K DEę�ŐKEN KATSAYISI
DEFTER DEğ�R� İLE İLGİLİ DEę�ŐKENLER	
�ZSERMAYE	-,778
�DENMİŐ SERMAYE+K�R YEDEKLER�+SERMAYE YEDEKLER�	-,108
CAR� ORAN	-,044
BR�T K�R MARJ�	-,263
ESAS FAAL�YET K�R MARJ�	1,390
FVA�K MARJ�	-,425
NET K�R MARJ�	-,187
BOR�LANMA ORANI	-,531
F�NANSAL BOR� /�ZSERMAYE	-,293
F�NANSAL BOR�/TOPLAM BOR�	,189
AKT�F DEV�R HIZ�	-,793
AKT�F K�RLİLİğ�	-,004
�ZSERMAYE K�RLİLİğ�	-,265
�ZSERMAYE DEV�R HIZ�	,897
P�YASA DEğ�R� / DEFTER DEğ�R�	-,105
F�YAT KAZAN� ORANI	-,223
P�YASA DEğ�R� İLE İLGİLİ DEę�ŐKENLER	
Ő�RKET�N TOPLAM P�YASA DEğ�R�	2,018
H�SSE SENED� F�YATI	-3,010
Kanonik korelasyon katsayısı: ,974 Wilk's � değeri: ,022 χ^2 değeri: 131,785 Serbestlik derecesi:32.00 p=0,000	

ECZACIBAŞI YAPI için uygulanan kanonik korelasyon sonuçlarına baktığımızda piyasa değerine en yüksek pozitif katkısı olan iki değişken Esas Faaliyet Kâr Marjı (1,390) ve Özsermaye Devir hızı (897) değişkeni olmuştur. İşletmenin iş hacmi rantabilitesi hakkında bilgi veren bir oran olan Esas Faaliyet Kâr Marjı işletmenin esas faaliyetinin ne ölçüde kârlı olduğunun saptanmasında kullanılır ki ECZACIBAŞI YAPI açısından da yüksek pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Özsermaye verimliliğinin bir göstergesi olan Özsermaye Devir hızı değişkeni de şirket açısından pozitif bir etkiye sahip değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer şirketlerde olduğu gibi ECZACIBAŞI YAPI için de özsermaye negatif katkısı olan bir değişken olmuştur. Aktif devir hızı riskli olarak algılanmış ve negatif bir katkısı olmuştur.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 97,4 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,022 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.18: ECZACIBAŞI YAPI için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	3,703	22,132	,000	Belirleme katsayısı: ,949
	,974	28,250	,000	F değeri: 798,048 p=0,000
I. dönem	2,384	6,576	,000	Belirleme katsayısı: ,678
	,652	7,402	,000	F değeri: 54,789 p=0,000
II. dönem	2,414	3,142	,020	Belirleme katsayısı: ,795
	,726	4,829	,003	F değeri: 23,319 p=,003
III. dönem	5,596	3,582	,009	Belirleme katsayısı: ,797
	1,268	5,242	,001	F değeri: 27,478 p=,001

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %97,4 , r^2 değeri 0,949 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %97 oranında hareket etmektedir. r^2 değerine baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %95 ini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %65 ini açıkladığını görmekteyiz. ECZACIBAŞI YAPI hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %68 oranında hareket etmektedir. Model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %79 unu açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,726 olması göstermektedir ki ECZACIBAŞI YAPI hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,268 ; r^2 değeri 0,797 ve $p=0,001$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, ECZACIBAŞI YAPI hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,797 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %80 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ECZACIBAŞI YAPI için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,797$ ile III. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit

edilmiştir. II. dönemde açıklama kabiliyeti birinci döneme göre daha yüksektir ($r^2 = 0,795$)

Tablo 3.19: HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİ A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,286
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,540
CARİ ORAN	,082
BRÜT KÂR MARJİ	,486
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-1,035
FVAÖK MARJİ	,601
NET KÂR MARJİ	,120
BORÇLANMA ORANI	,460
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,804
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,008
AKTİF DEVİR HIZI	-,386
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,812
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,835
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,436
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,411
FİYAT KAZANÇ ORANI	,078
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-,495
HİSSE SENEDİ FİYATI	-,507
Kanonik korelasyon katsayısı: ,985 Wilk's Λ değeri: ,016 χ^2 değeri: 142,532 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

Yatırımların kârlılığını gösteren ana oranlardan birisi de aktif kârlılığı oranıdır. Haznedar açısından da 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde en yüksek pozitif katkısı olan değişkenler %81 ile aktif kârlılığı olmuştur. Yüksek pozitif katkısı olan diğer değişkenler sırasıyla FVAÖK Marjı(0,60), Brüt Kâr Marjı (0,48) ve Borçlanma Oranı (0,46) olmuştur. FVAÖK Marjı İşletmenin esas faaliyetlerinden sağladığı nakdin bir göstergesi olduğu için önemli bir göstergedir. 0,43 ile Özsermaye devir hızı değişkeni firma piyasa değerini açıklama gücü açısından pozitif bir katkı yaparken, bu durum riskli olarak algılanmış Özsermaye kârlılığı değişkeni -0,83 ile en yüksek negatif etkisi olan değişken olmuştur. Özsermaye devir hızının yüksek olması işletme özsermayesinin ekonomik ve verimli bir şekilde kullanıldığını gösterirken oranın normalin çok üzerinde olması işletmenin özkaynaklarının yetersiz olduğunu ve işletmenin geniş ölçüde yabancı kaynaklardan yararlandığı şeklinde algılanmıştır. Bir diğer göze çarpan sonuç ise fiyat/kazanç oranının piyasa değerini belirlemede düşük bir etkiye sahip olan değişken olmasıdır.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 98,5 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri ,016 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.20 : HAZNEDAR REFRAKTER için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	P	Modelin testi
Tüm dönemler	-1,197	-45,011	,000	Belirleme katsayısı: ,969
	,985	36,872	,000	F değeri: 1359,580 p=0,000
I. dönem	-1,021	-16,327	,000	Belirleme katsayısı: ,784
	,750	9,720	,000	F değeri: 94,480 p=0,000
II. dönem	-1,179	-14,391	,000	Belirleme katsayısı: ,949
	1,072	10,530	,001	F değeri: 110,874 p=0,001
III.dönem	-,327	-,616	,557	Belirleme katsayısı: ,742
	1,555	4,490	,003	F değeri: 20,162 p= ,003

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %98,5 , r^2 değeri 0,969 ve $p=0,000$ ($p<,05$)dir. Şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. r^2 değerine baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %78.4 ünü açıkladığını görmekteyiz. HAZNEDAR hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %75 oranında hareket etmektedir. Model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %95 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 1,072 olması göstermektedir ki HAZNEDAR hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,555 ; r^2 değeri 0,742 ve $p=0,003$ ($p<0,05$)dir. Diğer bir ifadeyle, HAZNEDAR hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değerinin 0,742 çıkması bu değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin

%74 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ECYAP için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,949$ ile II. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise III. dönem olduğu tespit edilmiştir

Tablo 3.21: İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,196
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,636
CARİ ORAN	-,104
BRÜT KÂR MARJİ	-,090
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,058
FVAÖK MARJİ	-,027
NET KÂR MARJİ	-,120
BORÇLANMA ORANI	-,078
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	,142
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,007
AKTİF DEVİR HIZI	,807
AKTİF KÂRLİLİĞİ	-,990
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	,938
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	-,905
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,341
FİYAT KAZANÇ ORANI	,218
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	3,591
HİSSE SENEDİ FİYATI	-4,583
Kanonik korelasyon katsayısı: ,990 Wilk's Λ değeri: ,007 χ^2 değeri: 172,055 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

İşletme sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını gösteren Özsermaye Kârlılığı oranı işletme yönetimindeki başarı derecesi ile kârlılık durumunun analizinde önemli bir göstergedir ki nitekim İZOCAM açısından da 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde %93.8 ile en yüksek pozitif katkısı olan değişken olmuştur. Yüksek pozitif katkısı olan diğer değişkenler sırasıyla Özsermaye devir hızı (0,90) ,Aktif devir hızı (0,80) olmuştur. Fiyat Kazanç oranı değişkeni 0,21 ile pozitif katkısı olan değişkendir.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 99 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri ,007 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.22 : İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	1,601	31,876	,000	Belirleme katsayısı: ,981
	,990	46,835	,000	F değeri: 2193,540 $p=0,000$
I. dönem	,269	2,572	,016	Belirleme katsayısı: ,210
	,168	2,628	,014	F değeri: 6,908 $p= ,014$
II. dönem	,952	2,598	,041	Belirleme katsayısı: ,704
	,686	3,773	,009	F değeri: 14,237 $p= ,009$
III.dönem	2,063	6,414	,001	Belirleme katsayısı: ,965
	1,104	13,855	,000	F değeri: 191,950 $p=0,000$

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %99, r^2 değeri 0,981 ve $p=0,000$ ($p<,05$)dir. Şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. r^2 değerine baktığımızda da değişkenlerin

hisse senedi fiyatındaki değişimin %98 ini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I.döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin sadece %21 ini açıkladığını görmekteyiz. İZOCAM hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %17 oranında hareket etmektedir. Model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %70.4 ünü açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,69 çıkması da göstermektedir ki İZOCAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,104; r^2 değeri 0,965 ve $p = 0,000$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, İZOCAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda İZOCAM için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,965$ ile III. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 3.23: KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	,033
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-1,027
CARİ ORAN	-,176
BRÜT KÂR MARJİ	,083
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,056
FVAÖK MARJİ	,065
NET KÂR MARJİ	-,028
BORÇLANMA ORANI	-,604
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	,506
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	-,493
AKTİF DEVİR HIZI	-,890
AKTİF KÂRLİLİĞİ	-,476
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	,214
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,982
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	,065
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,116
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	1,282
HİSSE SENEDİ FİYATI	-2,277
Kanonik korelasyon katsayısı: ,967 Wilk's Λ değeri: ,041 χ^2 değeri: 109,947 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

KONYA ÇİMENTO için uygulanan kanonik regresyon sonuçlarına baktığımızda, özsermayenin verimliliğinin bir göstergesi olan Özsermaye Devir Hızı değişkeni 0,98 ile en yüksek pozitif katkısı olan değişken olmuştur. Özsermaye kârlılığı değişkeninin katsayısı ise daha düşüktür (0,21). İşletmenin Finansal Borcu ile Özsermayesi arasında uygun bir oran olup olmadığının analizine olanak veren Finansal Borç / Özsermaye (0,50) oranı da yüksek pozitif katkısı olan değişkenler arasında yer almaktadır. Varlıkların finansmanında özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasında uygun bir dengenin kurulması işletmeler için çok önem taşımaktadır nitekim bu durum KONYA firması için piyasa değerinin açıklanmasında pozitif bir katsayı olarak etkisini göstermiştir. Bir diğer göze çarpan sonuç ise Borçlanma Oranı değişkeninin -0,60 olmasıdır. Yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki yüzdesini ifade eden oranın ters yönlü bir etkisi olmuştur. Finansal kaldıracın etkisi işletme kârlılığını artırıp ortakların daha fazla kâr payı almalarına olanak verir fakat bunun da optimal bir noktası vardır. Görüldüğü üzere KONYA ÇİMENTO açısından bu negatif bir etkiye sebep olmuştur.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 96,7 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri ,041 ; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.24:KONYA ÇİMENTO için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	,757	11,006	,000	Belirleme katsayısı: ,936
	,967	24,982	,000	F değeri: 624,095 p=0,000
I. dönem	,083	,941	,355	Belirleme katsayısı: ,157
	,213	2,197	,037	F değeri: 4,826 p= ,037
II. dönem	,180	,583	,581	Belirleme katsayısı: ,516
	,519	2,528	,045	F değeri: 6,389 p= ,045
III.dönem	,681	,613	,559	Belirleme katsayısı: ,548
	,964	2,910	,023	F değeri: 8,470 p=,023

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı %96,7, r^2 değeri 0,936 ve $p=0,000$ ($p<0,05$)dir. Şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %97 oranında hareket etmektedir. r^2 değerine baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %94 ünü açıkladığı görülmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda, değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin sadece %15.7 ini açıkladığını görmekteyiz. KONYA Çimento hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %21 oranında hareket etmektedir. Model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %51 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,519 çıkması da göstermektedir ki KONYA hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 0,964 ; r^2 değeri 0,548 ve $p=0,023$ ($p<0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, KONYA hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %55 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p<0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda KONYA için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,548$ ile III. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit edilmiştir ($r^2 = 0,548$).

Tablo 3.25 :KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ ANAONİM ŞİRKETİ için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,881
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,108
CARİ ORAN	,305
BRÜT KÂR MARJİ	-,221
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,355
FVAÖK MARJİ	,076
NET KÂR MARJİ	-,010
BORÇLANMA ORANI	,061
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,143
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,337
AKTİF DEVİR HIZI	-,314
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,348
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,365
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,243
PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,140
FİYAT KAZANÇ ORANI	,196
PİYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PİYASA DEĞERİ	-9,579
HİSSE SENEDİ FİYATI	8,585
Kanonik korelasyon katsayısı: ,981 Wilk's Λ değeri: ,020 χ^2 değeri: 130,860 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

KÜTAHYA PORSELEN için Esas Faaliyet Kâr Marjı değişkeni 0,35 ile 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde değer belirlenmesinde en yüksek pozitif katkısı olan değişken olmuştur. Bu oran iş hacmi rantabilitesi hakkında bilgi veren ve işletmenin esas faaliyetinden ne ölçüde kârlı olduğunun saptanmasında kullanılan bir orandır ve görüldüğü gibi bu şirket açısından pozitif bir katkısı olmuştur. İşletmenin genel likidite durumunu yansıtarak işletmenin net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını ortaya koyan Cari Oran KÜTAHYA PORSELEN için 0,30 ile pozitif katkısı olan bir değişken olmuştur. Fiyat / Kazanç oranı değişkeni de pozitif katkısı olan değişkenler arasındadır (0,19). Diğer birçok şirkette olduğu gibi Aktif Kârlılığı değişkeni 0,34 ile pozitif katkısı olan bir değişken olmuştur.

16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak iki kanonik denklem denenmiş; yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 98,1 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,020; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.26: KÜTAHYA PORSELEN için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	-,594	-17,831	,000	Belirleme katsayısı: ,962 F değeri: 1067,094 p=0,000
	,981	32,666	,000	
I. dönem	-,584	-22,748	,000	Belirleme katsayısı: ,897 F değeri: 226,542 p=0,000
	,910	15,051	,000	
II. dönem	-,728	-2,482	,048	Belirleme katsayısı: ,669 F değeri: 12,148 p= ,013
	,866	3,485	,013	
III.dönem	1,233	1,482	,189	Belirleme katsayısı: ,791 F değeri: 22,733 p= ,003
	1,823	4,768	,003	

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısına baktığımızda şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %98 oranında hareket etmektedir. r^2 değeri de değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %96 sini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %89.7 açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,910 çıkması da göstermektedir ki KUTPO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %67 sini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,866 çıkması da göstermektedir ki KUTPO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,823 ; r^2 değeri 0,791 ve $p = 0,003$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, KUTPO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %80 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda KUTPO için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,897$ ile I. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise II. dönem olduğu tespit edilmiştir ($r^2 = 0,669$). III. dönemde ise açıklama kabiliyeti tekrar yükselmiştir.

Tablo 3.27: MARDİN ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-1,088
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,085
CARİ ORAN	,342
BRÜT KÂR MARJİ	-,044
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,014
FVAÖK MARJİ	-,057
NET KÂR MARJİ	-,022
BORÇLANMA ORANI	,057
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,110
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,173
AKTİF DEVİR HIZI	-,364
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,070
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,079
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,253
PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,128
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,062
PİYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PİYASA DEĞERİ	-2,677
HİSSE SENEDİ FİYATI	1,686
Kanonik korelasyon katsayısı: ,992 Wilk's Λ değeri: ,010 χ^2 değeri: 160,502 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

MARDİN ÇİMENTO için kanonik korelasyon sonuçlarına baktığımızda en yüksek pozitif katkısı olan değişkenler Cari Oran (0,34) ve Özsermaye Devir hızı (0,25) değişkenleri ile Finansal Borç/ Toplam Borç değişkenleri olmuştur. Çalışma sermayesi oranı olarak da anılan cari oran dönen varlıklar ile Kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki sayısal ilişkiyi göstererek işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve net işletme sermayesinin yeterliliği konusunda bilgi verir. Özsermayenin verimliliğini ölçen oran olan Özsermaye Devir hızı değişkeni de pozitif bir katkısı olmuştur. Özsermaye tutarının Mardin açısından da itibar edilmeyen bir değişken olduğunu anlıyoruz çünkü Mardin'nin özsermayesi ile piyasa fiyatı arasından -1.,088 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Bu şekilde 16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak iki kanonik denklem denenmiş; yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 99,2 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,010; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.28 : MARDİN ÇİMENTO için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	,512	15,360	,000	Belirleme katsayısı: ,984 F değeri: 2573,712 p=0,000
	,992	50,732	,000	
I. dönem	,429	6,203	,000	Belirleme katsayısı: ,824 F değeri: 122,070 p=0,000
	,901	11,049	,000	
II. dönem	,186	1,250	,258	Belirleme katsayısı: ,900 F değeri: 53,893 p= ,000
	,753	7,341	,000	
III,dönem	1,108	4,151	,004	Belirleme katsayısı: ,967 F değeri: 202,225 p=0,000
	1,175	14,221	,000	

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısına baktığımızda şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. r^2 değeri de değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %98 ini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %82 sini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,901 çıkması da göstermektedir ki MARDİN hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %90 ını açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,753 çıkması da göstermektedir ki MARDİN hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,175 ; r^2 değeri 0,967 ve $p = 0,000$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, MARDİN hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda MARDİN için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,967$ ile III. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise I. dönem olduğu tespit edilmiştir ($r^2 = 0,824$). II. dönemde ise açıklama kabiliyeti birinci döneme göre yüksektir ($r^2 = 0,900$).

Tablo 3.29 : OYSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,889
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	,138
CARİ ORAN	,158
BRÜT KÂR MARJİ	,057
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	-,614
FVAÖK MARJİ	,287
NET KÂR MARJİ	-,065
BORÇLANMA ORANI	,002
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	-,033
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,096
AKTİF DEVİR HIZI	-1,169
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,131
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,034
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	1,224
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,361
FİYAT KAZANÇ ORANI	,044
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-1,941
y02	,948
Kanonik korelasyon katsayısı: ,970 Wilk's Λ değeri: ,036 χ^2 değeri: 114,710 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

OYSA ÇİMENTO nun değerini belirlemede modele dahil edilen muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile OYSA ÇİMENTO'nun piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde; Özsermaye devir hızı (1,224), FVAÖK marjı (0,28) ve Aktif Kârlılığı (0,13) değişkenleri yüksek pozitif katkısı olan değişkenlerdir. Şirket sermayesinin ekonomik ve etkin bir biçimde kullanılıp, kullanılmadığının testinde önemli bir faktör olan Özsermaye devir hızı oranı OYSA ÇİMENTO açısından yüksek bir pozitif etkiye neden olmuştur. İşletmenin esas faaliyetlerinden sağladığı nakdin göstergesi olan FVAÖK marjı da şirket açısından pozitif etkisi olmuştur. OYSA ÇİMENTO'nun özsermayesi ile piyasa fiyatı arasından -0,889 düzeyinde ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. İşletmenin varlıkları kullanmadaki etkenliğini gösteren aktif devir hızı -1,169 ile çok bir yüksek negatif bir etkiye neden olmuştur.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem Muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin piyasa değerini %97 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,0036; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.30: OYSA ÇİMENTO için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	-,204	-4,811	,000	Belirleme katsayısı: ,941
	,970	26,131	,000	F değeri: 682,850p=0,000
I. dönem	-,155	-13,836	,000	Belirleme katsayısı: ,646
	,304	6,884	,000	F değeri: 47,393p=0,000
II. dönem	-,470	-2,343	,058	Belirleme katsayısı: ,510
	,555	2,497	,047	F değeri: 6,236p=,047
III.dönem	,579	,749	,478	Belirleme katsayısı: ,704
	1,336	4,083	,005	F değeri: 16,671p=,005

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısına baktığımızda şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %97 oranında hareket etmektedir. r^2 değeri de değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %94 ünü açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %65 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,304 çıkması da göstermektedir ki OYSA hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde sadece %30 oranında hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %51 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,555 çıkması da göstermektedir ki OYSA hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,336; r^2 değeri 0,704 ve $p = 0,000$ ($p < 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, OYSA hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %70 ini açıkladığını göstermektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda OYSA için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,704$ ile III. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise II. dönem olduğu tespit edilmiştir ($r^2 = 0,510$).

Tablo 3.31 :TRAKYACAM SANAYİ A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,485
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,674
CARİ ORAN	-,032
BRÜT KÂR MARJİ	-,092
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,116
FVAÖK MARJİ	-,042
NET KÂR MARJİ	,049
BORÇLANMA ORANI	-,127
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	,206
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	-,017
AKTİF DEVİR HIZI	-,048
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,528
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,573
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,021
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,117
FİYAT KAZANÇ ORANI	-,089
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	-,765
HİSSE SENEDİ FİYATI	-,238
Kanonik korelasyon katsayısı: ,989 Wilk's Λ değeri: ,009 χ^2 değeri: 160,939 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

TRAKYACAM için 0,52 ile Aktif Kârlılığı değişkeni 16 muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde değer belirlenmesinde en yüksek pozitif katkısı olan değişken olmuştur. Özsermaye Kârlılığı ise bu şirket açısından -0,57 ile yüksek negatif etkisi olan bir değişkendir. Özsermayenin verimli olarak kullanılması ortaklar açısından önemlidir. Fakat bu şirkette açısından ise bu durum olumsuz bir etkiye neden olmuştur. İşletme açısından mali borcu ile özsermayesi arasındaki uyumun bir göstergesi olan Finansal Borç /Özsermaye oranı da pozitif katkısı olan bir değişkendir. İşletmenin esas faaliyetlerinden sağladığı kârın bir göstergesi olan Esas Faaliyet Kâr Marjı şirket açısından pozitif bir katkısı olmuştur.

16 değişken ile piyasa değerini belirlemede kullanılacak iki kanonik denklem denenmiş; yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 99 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,009; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.32 : TRAKYACAM için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	1,029	19,202	,000	Belirleme katsayısı: ,979
	,989	44,249	,000	F değeri: 1957,966 p=0,000
I. dönem	1,000	11,743	,000	Belirleme katsayısı: ,923
	,971	17,674	,000	F değeri: 312,388 p=0,000
II. dönem	,531	3,299	,016	Belirleme katsayısı: ,969
	,786	13,649	,000	F değeri: 186,291 p= ,000
III.dönem	1,296	,596	,570	Belirleme katsayısı: ,333
	1,074	1,868	,104	F değeri: 3,490 p= ,104

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısına baktığımızda şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %99 oranında hareket etmektedir. r^2 değeri de değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %98 ini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %92 sini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,971 çıkması da göstermektedir ki TRAKYACAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde %97 oranında hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme baktığımızda da değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,786 çıkması da göstermektedir ki TRAKYACAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,074 ; r^2 değeri 0,333 ve $p = 0,104$ ($p > 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, TRAKYACAM hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %33 ünü açıkladığını göstermektedir. Fakat model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı değildir ($p = 0,104$).

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda TRAKYACAM için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,969$ ile II. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise III. dönem olduğu tespit edilmiştir ($r^2 = 0,333$).

Tablo 3.33 :ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş için kanonik korelasyon analizi sonuçları

ORJİNAL DEĞİŞKENLER	KANONİK DEĞİŞKEN KATSAYISI
DEFTER DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ÖZSERMAYE	-,978
ÖDENMİŞ SERMAYE+KÂR YEDEKLERİ+SERMAYE YEDEKLERİ	-,062
CARİ ORAN	-,109
BRÜT KÂR MARJİ	-,294
ESAS FAALİYET KÂR MARJİ	,330
FVAÖK MARJİ	-,119
NET KÂR MARJİ	,167
BORÇLANMA ORANI	,000
FİNANSAL BORÇ /ÖZSERMAYE	,013
FİNANSAL BORÇ/TOPLAM BORÇ	,119
AKTİF DEVİR HIZI	-,122
AKTİF KÂRLİLİĞİ	,265
ÖZSERMAYE KÂRLİLİĞİ	-,262
ÖZSERMAYE DEVİR HIZI	,043
PIYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	-,283
FİYAT KAZANÇ ORANI	,078
PIYASA DEĞERİ İLE İLGİLİ DEĞİŞKENLER	
ŞİRKETİN TOPLAM PIYASA DEĞERİ	,227
HİSSE SENEDİ FİYATI	-1,222
Kanonik korelasyon katsayısı: ,984 Wilk's Λ değeri: ,023 χ^2 değeri: 130,363 Serbestlik derecesi:32 p=0,000	

ÜNYE ÇİMENTO için muhasebe verilerine dayalı değişkenlerin kanonik korelasyonu ile firma piyasa değerini açıklama gücü test edildiğinde değer belirlenmesinde en yüksek pozitif katkısı olan değişken 0.33 ile Esas Faaliyet Kâr Marjı değişkeni olmuştur. Diğer pozitif katkısı olan değişkenler Aktif Kârlılığı (0,26), Net Kâr Marjı (0.16) dır. Özsermaye Kârlılığı ise bu şirket açısından -0,26 ile yüksek negatif etkisi olan bir değişkendir. Özsermayenin verimliliğinin ölçümünde kullanılan oran bu şirket açısından olumsuz bir etkiye neden olmuştur. Analize dahil edilen bir çok şirket sonuçlarında görüldüğü gibi ÜNYE ÇİMENTO açısından da Özsermaye değişkeni -0,978 ile en yüksek negatif katkısı olan değişkendir. Bu da özsermaye rakamının çok da dikkate alınmayan bir kalem olduğunu göstermektedir.

Yukarıdaki katsayıları esas alan birinci kanonik denklem bu değişkenlerin piyasa değerini % 98 oranında tespit kabiliyetinin olduğunu ortaya koymuştur.

Kanonik analize ilişkin istatistiksel güvenirlik testleri yapılmış; Wilk's lamda değeri 0,023; güvenirlik düzeyi ise ($p = 0,000$) olarak tespit edilmiştir. Bu bakımdan, elde edilen sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı ve bu verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Tablo 3.34: ÜNYE ÇİMENTO için regresyon analizi sonuçları

Uygulama dönemi	β katsayısı	t	p	Modelin testi
Tüm dönemler	,988	16,853	,000	Belirleme katsayısı: ,969
	,984	36,472	,000	F değeri: 1330,187p=0,000
I. dönem	,843	9,497	,000	Belirleme katsayısı: ,885
	,883	14,128	,000	F değeri: 199,611p=0,000
II. dönem	,562	1,709	,138	Belirleme katsayısı: ,767
	,758	4,448	,004	F değeri: 19,783p=,004
III.dönem	1,511	2,452	,044	Belirleme katsayısı: ,869
	1,124	6,824	,000	F değeri: 46,572p=0,000

Tüm dönemlere ilişkin düzeltilmiş β katsayısı esas alındığında şirket hisse senetlerinin fiyatı, analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde ve %98 oranında hareket etmektedir. r^2 değeri de değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %97 sini açıkladığı görülmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

I. dönem incelendiğinde değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %88.5 ini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,883 çıkması da göstermektedir ki ÜNYE ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde %88 oranında hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

II. döneme ilişkin olarak değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %77 sini açıkladığı görülmüştür. Düzeltilmiş β katsayısının 0,758 çıkması da göstermektedir ki ÜNYE ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Yine model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

III. döneme baktığımızda ilişkin düzeltilmiş β katsayısı 1,124 ; r^2 değeri 0,869 ve $p = 0,000$ ($p > 0,05$) dir. Diğer bir ifadeyle, ÜNYE ÇİMENTO hisse senetlerinin fiyatı analize dahil edilen değişkenlerle (kanonik değişken ile temsil edilen değişken) aynı yönde hareket etmektedir. Modele ilişkin r^2 değeri değişkenlerin hisse senedi fiyatındaki değişimin %87 sini açıkladığını göstermektedir. Fakat model $p < 0,05$ düzeyinde anlamlıdır.

Muhasebe değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma değerini açıklama kabiliyeti ile ilgili regresyon analiz sonuçlarına baktığımızda ÜNYE ÇİMENTO için en yüksek açıklama kabiliyetinin $r^2 = 0,885$ ile I. dönem olduğu, en düşük açıklama kabiliyetinin ise II. dönem olduğu tespit

edilmiştir($r^2 = 0,767$). III. Döneme baktığımızda ise açıklama kabiliyeti II. Döneme göre yükselmiştir ($r^2 = 0,869$).

SONUÇ

Muhasebe para ile ifade edilen mali nitelikteki bilgileri sınıflandıran, kayıtlayan, raporlayan ve yorumlayan bir bilgi sistemidir. Raporlamanın aracı olan finansal tablolar, geniş bir kullanıcı kitlesinin ekonomik karar almalarına yardımcı olarak işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları hakkındaki bilgi gereksinimlerini karşılayan tablolardır. Küreselleşmeyle beraber sermaye piyasası işlemlerinin gelişmesi uluslar arası nitelik kazanması ve çokuluslu şirketlerin doğması yatırım kararları açısından finansal tablolardaki bilginin önemini artırmıştır. Bireysel ve profesyonel yatırımcıların ihtiyaç duyduğu bilgi kaynakları arasında birinci sırayı finansal tablolar almaktadır. Finansal tablolar yatırımcılarla işletme arasında köprü görevi gören düşük maliyetli iletişim sağlayan araçlardır. Finansal tablolar arcılığıyla sağlanan bilgi yerini başka bir bilgi kaynağı almadığı müddetçe yatırımcılar için önemini sürdürecektir.

Varlık ve kaynakların değerlendirme esasları muhasebe ve onun bir fonksiyonu olarak finansal raporlama açısından çok önemlidir. Çünkü değerlendirme esasları ve buna ilişkin ölçüler işletmenin finansal görünümünü ve faaliyet sonuçlarını etkileyen önemli bir konudur. Kârın doğru tespit edilmesinde ve gerçeğe uygun bilançoların hazırlanmasında değerlendirme yöntemlerinin önemi büyüktür. Kullanılacak değerlendirme yöntemine göre kârın büyüklüğü farklı olabilmektedir. Diğer değerlendirme yöntemine göre uygulanması ve anlaşılmasının daha kolay ve basit olması, kişisel görüş ve önyargıların etkisi altında kalınmadan değerlendirme objektif olarak yapılabildiğinden “tarihi maliyet” yöntemi muhasebe teorisinin ortaya çıkışından günümüze kadar temel değerlendirme yaklaşımı olarak kullanılmıştır.

Küreselleşmeyle beraber iletişim teknolojilerinin gelişmesiyle yatırımcıları kendi ülkesi dışına taşımıştır. Uluslararası Finansal Raporlama

Standartlarına ihtiyaç duyulma nedenlerinden birisi de budur. Bilgi kullanıcılarının bilgi ihtiyaçların farklılaşması nedeniyle, işletmelerin finansal durumu ve performansının bir göstergesi olan finansal tabloların gerçeğe uygun bir şekilde sunulması kaygısını da beraberinde getirmiştir.

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları incelendiğinde varlık ve yükümlülüklerin değerlemesinde finansal bilgi kullanıcılarının ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak bu standartlarda gerçeğe uygun değer yaklaşımın benimsediği görülmektedir. Uluslararası Muhasebe Standartlarında gerçeğe uygun değer " yansız danışıklı olmayan, ilgili taraflar arasında olmayan ve objektif bir işlemde bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen tutar" olarak ifade edilmiştir.

Firma değerlemesinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımına dayalı yöntemler ve muhasebe temelli yöntemler olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür. Muhasebe temelli değerlendirme yöntemleri, uygulamada oldukça sık kullanılmaktadır. Bunun en önemli nedeni bu yöntemler sayesinde pek çok faktörün tahmin edilme gereğinin ortadan kalkması ve bu sayede oluşacak tahmin hatalarının azalmasının yanında, çok daha çabuk ve hızlı uygulama imkânının olmasıdır. Firmanın içinde bulunduğu ekonomi, içinde bulunduğu sektör ve finansal yapısı ve faaliyet durumunun muhasebe verilerinden hareketle incelenmesi olan temel analiz firma değerlemesinde önemli yer tutar. İşletme ile ilgili bilgilerin değerlendirilmesi ve finansal tablo analizlerin yapılması olarak iki aşamadan oluşan firma analizi temel analizin son aşamasıdır. Firma değerlemesi için yapılan finansal tablo analizi, firmanın faaliyetlerinin başarı derecesini ölçmek, hedeflerine ulaşmış olup olmadığını saptamak, yükümlülüklerini yerine getirme gücü olup olmadığını belirlemek açısından önem taşır.

Finansal tablo analizinde en yaygın olarak kullanılan analiz tekniklerinden birisi de oran analizidir. Tarihi verilere dayanarak firmanın geçmiş performansı finansal oranlar yoluyla sunulur ve bu firmanın

gelecekteki finansal tablolarını tahminde de bir yapı oluşturur. Analizde kullanılan oranlar likidite oranları, faaliyet oranları, mali yapı oranlar, kârlılık oranları ve piyasa ile ilişkili oranlar (borsa performans oranları) olarak sınıflandırılır. Firma değerinin tespit edilmesinde yaygın olarak kullanılan fiyat katsayıları olarak ifade edilen oranlar Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç Oranı, Fiyat /Nakit, Fiyat/ Satış şeklinde sıralanabilir.

Muhasebede ki varlık ve kaynakların değerlendirme ilkeleri finansal tablo sonuçlarını etkilediğinden merkezi bir öneme sahiptir. Seçilen değerlendirme yönteminden etkilenen finansal tablolar da finansal tablo kullanıcıları ve özellikle de yatırımcılar açısından önemlidir. Yaygın olarak kullanılan muhasebe temelli firma değerlendirme yöntemlerinde de firma finansal tablolarından yararlanılır. Bu kapsamda çalışmamızda birinci bölümde ülkemiz mevzuatları ve uluslararası muhasebe standartları açısından değerlendirme yöntemlerine değinilmiştir. İkinci bölümde muhasebe temelli değerlendirme yöntemlerine finansal tablo analizi kapsamında değinilmiştir. Üçüncü bölümde ise 1995/03-2007/03 döneminde İMKB’de ulusal pazarda işlem gören, Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi dahilinde 16 adet firmanın üçer aylık toplam 49 döneme ait üçer aylık bağımsız denetimden geçmiş bilanço ve gelir tabloları verileri kullanılarak birinci amaç olarak muhasebedeki değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma piyasa değerini etkileme derecesini, ikinci amaç olarak da muhasebe verilerine dayalı (finansal tablo analizi sonucu üretilmiş oranlar) 16 adet değişkenin firma piyasa değerini açıklama gücün test edilmiştir.

Uygulama sonuçlarına baktığımızda, Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi dahilinde 16 adet firmanın her biri için muhasebe verilerine dayalı 16 değişken (Özsermaye, Ödenmiş Sermaye+Kâr Yedekleri+Sermaye Yedekleri, Cari Oran, Brüt Kâr Marjı, Esas Faaliyet Kâr Marjı, FVAÖK Marjı, Net Kâr Marjı, Borçlanma Oranı, Finansal Borç /Özsermaye, Finansal Borç/Toplam Borç, Aktif Devir Hızı, Aktif Kârlılığı, Özsermaye Kârlılığı, Özsermaye Devir Hizi, Piyasa Değeri / Defter Değeri, Fiyat Kazanç Oranı) ile

piyasa değerini belirlemede kullanmak amacıyla kanonik denklem türetilmiştir. Türetilen kanonik denklemlere bakıldığında bu 16 adet değişkenlerin piyasa değerini 6 şirkette %99, 5 şirkette %98, 3 şirkette %97, 1 şirkette %96 ve 1 şirkette de %94 oranında tespit kabiliyetinin olduğu belirlenmiştir. Kanonik analizlere ilişkin istatistiksel güvenilirlik testlerinin sonuçlarına bakıldığında bütün şirketler için sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ve muhasebe verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Seçilen 16 muhasebe değişkeni her bir firma için türetilen kanonik denklemlerde farklı ağırlıkta katsayılar almışlardır. Bütün firmaların kanonik denklemlerine bakıldığında dikkat çeken hususlar söz konusudur. zsermaye değişkeniyle ilgili olarak göze çarpan sonuç zsermaye değişkeninin şirketlerin %80 inde (16 şirketin 13nde) kanonik denklemde negatif bir katkı sağlamasıdır. şirket özsermayeleri ile piyasa fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. şirket özsermayesi verimliliğinin bir göstergesi olan zsermaye devir hızı değişkeni 16 şirketin 7 sinde yüksek pozitif katkısı olan değişken olarak karşımıza çıkmıştır. Yatırımları kârlılığını gösteren ana oranlardan birisi olan Aktif Kârlılığı değişkeni de 6 şirkette yüksek pozitif katkı sağlayan değişken olmuştur. Yüksek pozitif katkısı olan değişkenlerden birisi de zsermaye Kârlılığı değişkenidir ki bu da 3 şirkette görülmüştür.

Fiyat katsayıları, piyasa arpanları, borsa performans oranlar olarak da ifade edilen firma değerlemesinde en yaygın olarak kullanılan piyasa ile ilgili oranlar Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat / Kazanç oranlarıdır. Dahil edilen şirketlerin %50 sinde Fiyat / Kazanç oranı türetilen kanonik denklem içinde pozitif bir katkı sağlarken, geri kalan %50 sinde ise negatif katkı sağlamıştır. Düşük katkı sağlayan bir değişken olmuştur. Piyasa Değeri/ Defter Değeri ise şirketlerin %94 nde hem negatif hem de düşük katkısı olan değişken olmuştur.

Muhasebedeki değ erleme yöntemlerinin firma piyasa değ erini etkileme derecesini test etmek amacıyla tek değişkenli doğrusal regresyon modeli uygulanmıştır ve regresyon analizi dört farklı dönem için tekrarlanmıştır. Tüm dönemler 1995 – 2007 yılı ilk 6 aylık dönemi kapsamaktadır. I.dönem 1995-2002 yılları her    aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır. II. dönem 2003- 2004 yılları her    aylık    aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır. III. dönem 2005- 2007 yılları her    aylık    aylık finansal tablo verilerini kapsamaktadır (2007 yılı ocak-şubat-mart birinci    ay ve nisan –mayıs-haziran olmak üzere ikinci    aylık dönem verileri kullanılmıştır).

Bütün şirketler ve dönemler itibariyle yapılan regresyon analiz sonuçlarına bakıldığında 16 şirketten 7 sinde III. Dönemde (2005/03-2007/06)ki muhasebedeki değ erleme yöntemlerinin firma değ erini açıklama kabiliyetinin en yüksektir. 5 şirkette II. dönem (2003- 2004)indeki değ erleme yöntemlerinin firma değ erini açıklama kabiliyeti yüksek çıkmıştır. 4 şirkette de I.dönem (1995-2002) deki değ erleme yöntemlerin firma değ erini açıklama kabiliyeti yüksek çıkmıştır.

Gerçeğe uygun değ ere göre hazırlanan muhasebe verilerinin finansal tablo kullanıcıları için yararlı olup olmadığı, gerçeğe uygun değ er muhasebesinin firmaların yatırım kararlarını etkileyip etkilemeyeceği, firmanın defter değ erindeki etkisi ile beraber gerçeğe uygun değ erin firma hisse senedi fiyatını açıklayıp açıklamadığı soruları UFRS lerle beraber cevapları aranan sorular olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim araştırmaya dahil edilen sektör firmalarında UFRS deki gerçeğe uygun değ eri esas alarak değ erlemenin yapıldığı 2005 yılından başlayan finansal tablolar dikkate alındığında sadece 6 şirkette III. Dönemde (2005/03- 2007/06) muhasebedeki değ erleme yöntemlerinin firma değ erini açıklama kabiliyetinin en yüksek olduğu görülmüştür.

KAYNAKÇA

AKBULUT, Yıldız; “Gerçeğe Uygun Değerin Ölçülmesine Yönelik Yeni Yaklaşımları: FASB 157 **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, cilt:9 say:1 Mart 2007.

AÇLAR Ahmet, ÇAĞDAŞ, Volkan; **Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi**, Ankara, TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası, 2002.

AKDENİZ, Fikri; **İstatistik ve Olasılık**, Nobel Kitabevi, Adana, 2006.

AKDOĞAN, Nalan, AYDIN Hamdi; **Muhasebe Teorileri**, Ankara, Gazi Üniversitesi Yayın No: 98,1987.

AKDOĞAN, Nalan, TENKER, Nejat; **Finansal tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**,11. Basım, Gazi Kitabevi, 2007.

AKDOĞAN, Nalan, SEVİLENGÜL, Orhan; **Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007.

AKDOĞAN, Nalan; “Türkiye Muhasebe Standartlarının İlk uygulamasında uyulacak Esaslar ve TFRS’ye Geçiş Bilançosunun Düzenlenmesi”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt.8. Sayı:1, Mart, 2006.

AKGÜÇ, Öztin; **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, 2001

AKGÜÇ, Öztin; **Finansal Yönetim**, İstanbul, Avcıol Yayınları, 6. Baskı, 1994.

AKSOY Ahmet, TANRIÖVEN, Cihan; **Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi**, Ankara, Gazi Kitabevi, Üçüncü Baskı,2007.

AKSOY, Ahmet; **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara 1988.

AKSÖYEK, İsmet; "Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi", **Yayınlanamamış Doktora Tezi**, Ankara, 1994.

BARTH, Mary E.; "Valuation- Based Accounting Research: İmplications For Financing Reporting And Opportunities For Future Research", **Accounting And Finance**, Vol: 40, 2000, s.7-31.

BAŞOĞLU, Ufuk, CEYLAN, Ali ve PARASIZ, İlker; **Finans Teori Kurum Uygulama**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2001.

BÜYÜKMİRZA, Kamil; **Maliyet ve Yönetim Muhasebesi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, 9.Baskı.

CEMALCILAR, Özgül ve ÖNCE, Saime; **Muhasebenin Kuramsal Yapısı**, Eskişehir, 1999.

COPELAND, Tom. COLLER T. and MURRIN, J.; **Valuation : Measuring and Mananing The Value of Companies** ,3th Edition ,John Wiley and Sons Inc.New Jersey.2000.

ÇALDAĞ, Yurdakul; **Denetim ve Raporlama Finansal tablolar ve Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.

ÇABUK, Adem; **Finansal Tablolar Analizi**, Bursa, Uludağ Üniversitesi Basımevi, 1988.

ÇETİNER, Ertuğrul; **İşletmelerde Mali Analiz**, Ankara, Tütibay Yüksek Öğretim Yayınları, 2000.

DEMİR, Şeref; “TTK’daki Değişikliklerin Vergilendirmeye Etkileri” “Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu -V” Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası **Ankara SMM Odası** Yayın No: 43 26 Şubat–02 Mart 2006 Antalya s.253-255.

DAMADORAN, Aswalt; **Investment Valuation Tools and Techniques For determining the value of any assets**, John Wiley and Sons,1996, s.291

ERCAN Metin Kamil, ÜREten Akyan; **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi,2000.

ERCAN, Metin Kamil, BAN, Ünsal; **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005.

ERCAN Metin Kamil, Ünsal Ban; **Finansal Yönetim**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2005.

ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK, Başaran, KÜÇÜKKAPLAN İlhan, BAŞCI, E.Savaş, DEMİRGÜNEŞ, Kartal; **Firma Değerlemesi “Banka Uygulaması”**,Ankara, Literatür Yayınlar:495, 2006.

GENÇOĞLU, Ümit Gücenme; **Türkiye Muhasebe Standartları ve Uygulamalar**, İstanbul, Türkmen Kitapevi Yayın No: 297,2006.

GÜRBÜZ, Osman, ERGİNCAN, Yakup; **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul, Literatür Yayınları:119, 2004.

HELFERT, Erich A.; **Techniques of Financial Analysis A Guide To Value Creation** , 10.baskı, Mc Graw-Hill, 2000.

HITCHNER James R.; **Financial Valuation : Application and Models**, John Wiley and Sons Inc.New Jersey, 2003.

IVSC: “ Why Standards”, [http:// www.ivsc.org/why-standards.html](http://www.ivsc.org/why-standards.html), (Erişim Tarihi) 05.02.2008.

KAHRAMAN, Orhan; **“Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarındaki Değerleme Ölçülerinin Vergi Yasalarının Öngördüğü Ölçülerle Karşılaştırılması”** muhasebe uygulamaları ve vergi mevzuatı sempozyumu - V Ankara,2006 Ankara SMMM Odası Yayın No:43, 35

KAPTAN Nurten; **“Ekonomik Katma Değer ve Bir Uygulama”**, Uludağ Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 1998.

KARAN Mehmet Baha; **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001.**

KARAPINAR, Aydın; **Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (IFRS Taslak 3) Göre İşletme Birleşmeleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2006.

KARAPINAR, Aydın; **“Uluslararası Muhasebe Standartlarında Firma Karı Üzerine Etki Eden Alternatif Muhasebe Politikalarına ve Türkiye'nin Uyum Derecesine İlişkin bir Araştırma”**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2000.

KARSLI, Muharrem; **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları,2004.

KAVAL, Hasan; **Uluslararası Finansal Raporlama (IFRS/IAS) Uygulama Örnekleri ile Muhasebe Denetimi**, Gazi Kitabevi, 2. Baskı, Ankara, 2005.

KORKMAZ, Turhan, AÇIKGÖZ Ersin ve ERDOĞAN Sedat; “Değerleme Standartları ve Muhasebe Uygulamalarına Etkileri”, XXVI. **Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Mayıs 2007.s. 41.(Küreselleşmenin Muhasebe Eğitimi ve Uygulamalarına Etkisi konulu)**

KÜÇÜK, Muzaffer, **Değerleme ve Dönem sonu işlemleri, Yaklaşım**, Sayı 121, Ocak 2003.

KÜÇÜK, Muzaffer, **Değerleme ve Dönem sonu işlemleri, Yaklaşım**, yıl 13, sayı 145, Ocak 2005.

LALİK, Ömer; **“İşletmelerde Firma Değerinin (Şerefiye) Muhasebe Açısından İncelenmesi”**, Ankara iktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, 1975, s.63.

LAZOL, İbrahim; **Mali Analiz ve Enflasyon Muhasebesi Uygulamaları**, Bursa, Ekin Kitabevi, 2. Baskı, 2004.

LUNDHOLM, Russel, SLOAN, Richard; **Equity Valuation and Analysis**, Mc. Graw Hill, New York, 2004.

NEWBOLD, Paul; **İşletme ve İktisat İçin İstatistik**, 4. Basımdan Çeviren Ümit Şenesen, Literatür Yayınları:44, 2000.

ÖZER, Gökhan; **“Muhasebe Karları ile Hisse senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler İMKB de Deneysel bir Analiz”**, SPK Yayın No: 31, Ankara, 1996.

ÖRTEN, Remzi, KAVAT, Hasan ve KARAPINAR, Aydın; **“Türkiye Muhasebe- Finansal Raporlama Standartları**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007.

ROBERT R. Sterling; “Cost (Historical versus Current) versus Exit Value”, Edited by Robert Bloom and Pieter T.ELGERS **Accounting Teory- Policy** 1987.

Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ” Seri XI No: 25 sayılı tebliğ 15.11.2003 tarih 25290 sayılı Resmi Gazete

SPK: “Sermaye Piyasasında uluslar arası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”, Seri:VIII, No:45, 2006. s.82.

SPK: “Sermaye Piyasasında uluslar arası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”, Seri:VIII, No:45, 2006. s.19.

ŞENSOY, Necdet; ”Değerleme Esaslarında Eğilim ve Etkileşimler”, **XXII. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu**, Antalya, Mayıs 2003,s.27–28

ŞENSOY Necdet, “UFRS’deki Değerleme Ölçüleri” s.11 Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası “ **Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu –V**, Antalya, 26 Şubat - 02 Mart 2006, s.11

TATLIDİL Hüseyin; **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Analiz**, Ankara, 1996.

TOKAY, Hüseyin, DERAN, Ali ve AKTAŞ, Rafet; “UFRS de Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi “, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt 7, Sayı 4. Aralık 2005, s. 91-114.

TOKAY Hüseyin, DERAN, Ali ve AKTAŞ, Rafet “Uluslar Arası Muhasebe Ve Finansal Raporlama Standartlarında Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı ve Muhasebe Uygulamalarına Etkisi” **XXIV. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu,Nisan 2005. 3-32.**

TUGAY, Hale; “Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarında Değerlemenin Rolü” <http://www.ku.edu.tr/files/corporate/282,17,Sonuç> (Erişim tarihi) 08.10.2007.

USTA Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, 2005.

ÜNVER Özkan, GAMGAM Hamza; **Uygulamalı İstatistik Yöntemler**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 1996.

YAZICI, Kuddusi; **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, DPT Yayın No: 2478, Ağustos 2007.

YOUNG, S. David, O'BYRNE, Stephen F.; **EVA and Value-Based Management**, New York, McGraw-Hill, 2001.

YÜCEL, Rahmi; **"Firma Değerlemesinde Muhasebe Kârlarının Rolü: İMKB'de Ampirik Bir Çalışma"** Yayınlanmamış Doktora Tezi. Gebze İleri teknoloji Enstitüsü, 2005.

WILLIS, Diana W.; Financial Assets and Liabilities- Fair Value or Historical Cost? FASB, www.fasb.org/project_12.06.2007.

www.horwathturkey.com/denetim/UFRS/UFRS-GENELBAKIS.ppt(Erişim) 15.02.2007

www.tdk.gov.tr, (Erişim) 15.02.2007

www.tmsk.org.tr(Erişim) 15.02.2007

<http://www.tacirler.com.tr/arastirma/oranlar.pdf>(Erişim Tarihi) 29.01.2008

<http://www.tdk.gov.tr/sozluk.html> (Erişim Tarihi) (03.10.05) Güncel Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu.

ÖZET

[ÇINA BAL, EMİNE]. [Muhasebe de Değerleme ve Firma Değeri ile İlişkisinin Tespiti],[Doktora Tezi], Ankara, [2008].

İşletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş bir sunumu olan finansal tabloların amacı, kullanıcıların ekonomik kararlar verirken kullanmaları için işletmenin finansal durumu, performansı (faaliyet sonuçları) ve nakit akışları hakkında gerçeğe uygun bilgi sağlamaktır.

İşletme sahip ve yöneticileri dahil, işletme ile ilgili kişi ve kuruluşların tümünün işletme ile ilgili bilgileri finansal tablolardan sağladıkları düşünüldüğünde, muhasebedeki değerlendirme sürecinin önemi bir kez daha görülür. Finansal tablo unsurlarının muhasebenin temel kavramları gereği ulusal para birimi cinsinden ifade edilmeleri gerekmektedir. Bu anlamda değerlendirme, envanter sonucu miktarları belirlenen işletmeye ilişkin varlık hak ve borçların değerlerinin ulusal para birimi cinsinden ifade edilmesi süreci” dir. Değerleme, “finansal tablo unsurlarının finansal tablolarda izlenecek tutarlarının belirlenmesi işlemidir”.Değerleme işleminin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin tümünü dolaylı veya doğrudan etkilemesi, değerlendirme işleminin tüm ilgili kişiler açısından önemli kılmaktadır.

Çalışmada muhasebedeki değerlendirme yöntemlerindeki değişimin firma piyasa değerini etkileme derecesini test edilmiştir. İkinci olarak da, muhasebe verilerine dayalı (finansal tablo analizi sonucu üretilmiş oranlar) 16 adet değişkenin firma piyasa değerini açıklama gücünü test edilmiştir.Türetilen kanonik denklemlere bakıldığında bu 16 adet değişkenlerin piyasa değerini 6 şirkette %99, 5 şirkette %98, 3 şirkette %97, 1 şirkette %96 ve 1 şirkette de %94 oranında tespit kabiliyetinin olduğu belirlenmiştir. Kanonik analizlere ilişkin istatistiksel güvenilirlik testlerinin sonuçlarına bakıldığında bütün şirketler için sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ve sonuç olarak muhasebe verilere dayanılarak firma değeri ile ilgili çıkarımlar yapılabileceği tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler

1. Değerleme
2. Firma Değeri
3. Finansal Tablo Analizi

ABSTRACT

[ÇİNA BAL, EMİNE]. [Measurement in Accounting and Relationship with Firm Value],[PHD Thesis], Ankara, [2008].

The objective of financial statements which are formatted presentation of financial status and financial performance of the companies is to provide fair value information on financial condition, results of operations and cash flow for targetted parties to use in their economic decisions.

When taken into consideration that financial statement is the most important source of information for shareholders and managers, all stakeholders about company, the value that could be attributed to the accounting measurement process could be better comprehended. The items of the financial statement, by regulation, have to be stated in national currencies. For that reason it could be asserted that measurement is the process of presenting a company's assets and liabilities that are determined by year-end accounting procedures in national currencies. Measurement could be defined as " the process amounts of financial statement items that are tracted in financial statements". The fact that valuations process affects all items both in balance sheet and income statements, directly or indirectly, makes it important for all target groups (users).

In this study has attempted to determine and test level and extent of effects of meaurement method changes in market value of the firms. Secondly, accounting based 16 variables were used to test the predictive power of these variables on firm values.

The derived canonical equations have found to predict firms values; 99%,5 accuracy for 6 companies; 98,3% accuracy for 5 companies, 97,1 % for 3 companies, and 96% accuracy for 1 company respectively. Statistical significance test for the canonical analysis was came out to be $p < 0,05$

significance level. Finally, it was concluded that accounting variable could be used to infer market values of the firms.

Key Words

1. Measurement
2. Firm Value
3. Financial Statement Analysis