

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

**SİGORTA FİRMALARININ DEĞERİNİN ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT
AKIMLARI YÖNTEMİ İLE TESPİTİ VE İMKB UYGULAMASI**

DOKTORA TEZİ

**Hazırlayan
Hasan BAL**

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN**

Ankara – 2008

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Hasan BAL'a ait "Sigorta Firmalarının Değerinin Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi İle Tespiti Ve İMKB Uygulaması" adlı çalışma 09/07/2008 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (oybirliğı/oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Muhasebe - Finansman Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Prof.Dr.Kamil BÜYÜKMİRZA (Başkan)

Prof.Dr.Orhan SEVİLENGÜL

Prof.Dr.Ahmet AKSOY

Prof.Dr.Metin Kamil ERCAN

Prof.Dr.Nevzat AYPEK

ÖNSÖZ

Son yıllarda küreselleşme olgusu ile birlikte ülkelerarası sermaye hareketleri artış eğilimine girmiş buna bağlı olarak Türkiye'ye olan portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar artmıştır. Son yıllarda Türkiye'de özellikle bankacılık sektörü ve sigorta sektöründe yabancıların firma satın alımları gözlenmektedir. Bu satın alma işlemlerinde firmanın değer tespiti önem kazanmaktadır.

Değerleme konusu finans teorisinin öne çıkan konularından olup bir varlığa yatırım yapmadan önce ilgili varlığın değerinin tespiti en önemli aşama olmaktadır. Uluslararası Değerleme Standartlarına göre değerleme yaklaşımları üç temel yaklaşım altında toplanmaktadır. Bunlar, karşılaştırma yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımıdır.

Bu çalışmada gelir yaklaşımı içinde yer alan indirgenmiş nakit akımlarından özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile sigorta firmalarının özsermaye değerinin tespitine çalışılmıştır.

Tez yazımı sırasında yönlendirme ve katkılarından dolayı değerli hocam Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a çok teşekkür ederim. Ayrıca çalışmalarım sırasında motivasyon açısından desteğini hiçbir zaman eksik etmeyen tüm çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Ankara - 2008

Hasan BAL

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR CETVELİ	vi
TABLolar CETVELİ	viii
GRAFİKLER CETVELİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SİGORTA SEKTÖRÜ VE KAPSAMI

1.1. SİGORTAYA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR.....	4
1.1.1. Sigorta Kavramı.....	4
1.1.2. Risk Kavramı.....	5
1.2. SİGORTANIN UNSURLARI.....	7
1.3. SİGORTAYA KONU OLAN RİSK FAKTÖRLERİ.....	8
1.4. SİGORTANIN FAYDALARI.....	9
1.5. SİGORTA TÜRLERİ.....	11
1.5.1. Ödenecek Pirimler Bakımından.....	11
1.5.2. Sigorta Sözleşmesini Yapan Açısından.....	11
1.5. 3. Sigorta İlişkisinin Düzenlenmesi Bakımından.....	12
1.5.4. Sigortanın Zorunluluğu Bakımından.....	12
1.5. 5. Ödenecek Tazminat Tutarı Bakımından.....	13
1.5. 6. Riskin Gerçekleşeceği Yer Bakımından.....	13
1.5. 7. Sigorta Ettirilen Menfaat Bakımından.....	14
1.6. SİGORTANIN TEMEL PRENSİPLERİ	16

1.6. 1. Sigortalanabilir Menfaat İlkesi.....	16
1.6. 2. Mutlak İyi Niyet İlkesi.....	17
1.6. 3. Tazminat İlkesi.....	18
1.6. 4. Hakların Devri İlkesi.....	18
1.6. 5. Yakın Sebep İlkesi.....	19
1.7. RİSK TRANSFERİ	19
1.7.1. Reasürans	20
1.7.2. Koasürans.....	21
1.8. DÜNYADA SİGORTA SEKTÖRÜ.....	22
1.8.1. Tarihçe.....	22
1.8.2. Dünyada Sigorta Sektörünün Durumu.....	23
1.8.3. Avrupa Birliğinde Sigorta Sektörünün Durumu.....	25
1.9. TÜRKİYE'DE SİGORTA SEKTÖRÜ.....	27
1.9.1. Türkiye'de Finansal Sistem İçinde Sigorta Sektörünün Yeri.....	29
1.9.2. Türk Sigorta Sektörü Yapısal Göstergeleri.....	30
1.9.3. Türk Sigorta Sektörü Yoğunlaşma Göstergeleri.....	33
1.9.4. Türk Sigorta Sektörü Konsolide Bilançoları.....	34
1.9.5. Türk Sigorta Sektörü Konsolide Gelir Gider Tabloları...	37

İKİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

2.1.DEĞERLEME KAVRAMI.....	39
2.2.FİRMA DEĞERLEMESİ.....	41
2.3.FİNANSAL DEĞERLEME DEĞER KAVRAMLARI.....	42
2.4.FİRMA DEĞERLEMESİNDE DİKKATE ALINMASI GEREKEN FAKTÖRLER.....	45
2.5.FİNANSAL TABLOLAR VE DÜZELTME İŞLEMLERİ.....	48
2.6.FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI.....	52

2.6.1.Pazar Yaklaşımı Yöntemleri.....	54
2.6.1.1. Piyasa Değer/Defter Değeri Oranı Yaklaşımı.....	54
2.6.1.2. Fiyat/Kazanç Oranı Yaklaşımı.....	56
2.6.2. Gelir İndirgeme Yaklaşımı Yöntemleri.....	56
2.6.2.1.Sermaye Maliyeti ve Firma Değerine Etkisi.....	57
2.6.2.1.1.Borcun Maliyeti.....	59
2.6.2.1.2.Özsermaye Maliyeti.....	59
2.6.2.1.3.Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	62
2.6.2.2.Firma Değeri Tespitine Yönelik Gelir İndirgeme Yaklaşımları.....	63
2.6.2.2.1.Firmaya Serbest Nakit Akımları Yaklaşımı.....	63
2.6.2.2.1.Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı.....	65
2.6.2.3.Özsermaye Değeri Tespitine Yönelik Gelir İndirgeme Yaklaşımları.....	67
2.6.2.3.1.Temettü Yaklaşımı.....	67
2.6.2.3.2.Özsermayeye Nakit Akımları Yaklaşımı.....	69

BÖLÜM III

SİGORTA FİRMALARI MALİ TABLOLARI YAPISI VE ÖZSERMAYEYE NAKİT AKIMLARININ DÜZENLENMESİ

3.1. SİGORTA SEKTÖRÜ MALİ TABLOLARI VE TEK DÜZEN HESAP PLANI.....	71
3.1.1.Sigortacılık Hesap Planı Yapısı.....	73
3.1.1.1.Sigorta Firmaları Bilanço Yapısı.....	74
3.1.1.2.Sigorta Firmaları Gelir Tablosu Yapısı.....	80
3.1.1.2.1. Teknik Karşılıklar.....	82
3.1.1.2.2. Karşılıkların Türleri.....	84
3.2.SİGORTA FİRMALARINDA ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMI.....	89
3.2.1.Özsermayeye Nakit Akımının Sigorta Firmaları İçin Düzenlenmesi.....	91

3.2.2.Sermaye Yeterliliği.....	99
3.2.2.1. Sigorta Dallarında Özsermaye Hesaplaması.....	100
3.2.2.1.1. Hayat Dışı Branşlar İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması	100
3.2.2.1.2. Hayat Branşları İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması.....	102
3.2.2.1.3. Emeklilik Branşı İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması.....	103
3.2.2.2. Riskler Bazında Özsermaye Hesaplaması.....	103

BÖLÜM IV

ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YAKLAŞIMI İLE TÜRKİYE'DE KURULU HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ

4.1. İMKB'DE İŞLEM GÖREN HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ.....	110
4.1.1. AKSİGORTA	110
4.1.2. ANADOLU SİGORTA.....	124
4.1.3. AVİVA SİGORTA.....	125
4.1.4. GÜNEŞ SİGORTA.....	125
4.1.5. RAY SİGORTA	127
4.1.6. YAPI KREDİ SİGORTA	128
4.2. ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİYLE BULUNAN DEĞERLERİN PİYASA DEĞERLERİNİ AÇIKLAMA GÜCÜ	131
4.3.. İMKB'DE İŞLEM GÖRMEYEN HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ.....	137
4.3.1.ANKARA SİGORTA.....	137
4.3.2.AXA OYAK SİGORTA.....	138
4.3.3.BAŞAK SİGORTA.....	139

4.3.4.BİRLİK SİGORTA.....	140
4.3.5.GARANTİ SİGORTA.....	140
4.3.6.GÜVEN SİGORTA.....	141
4.3.7.IŞIK SİGORTA.....	142
4.3.8.İSVİÇRE SİGORTA.....	143
4.3.9.KOÇ ALLIANZ SİGORTA.....	143
4.3.10.ŞEKER SİGORTA.....	144
4.3.11.TEB SİGORTA.....	145
4.3.12.T.GENEL SİGORTA.....	146
 SONUÇ	 149
 KAYNAKÇA	 153
EKLER	159
ÖZET	179
ABSTRACT	180

KISALTMALAR CETVELİ

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
A.Ş.	: Anonim Şirket
AB	: Avrupa Birliği
Bkz	: Bakınız
CEA	: Avrupa Sigorta ve Reasürans Federasyonu
EVA	: Economic Value Added
FCFF	: Free cash flow to firm
FCFE	: Free cash flow to equity
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
F/K	: Fiyat / Kazanç Oranı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Sy	: sayfa
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
NOPLAT	: Net Operational Profit/Loss After Taxes
PP/DD	:Piyasa Değeri/ Defter Değeri

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo No	Tablo Adı	Sayfa
Tablo 1.1:	Dünya Sigorta Sektörü (2005)	24
Tablo 1.2:	Avrupa Birliği Sigorta Sektörü (2005)	26
Tablo 1.3:	Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü	29
Tablo 1.4:	Sigorta ve Bireysel Emeklilik Sektörüne İlişkin Büyüklüklerin GSYİH'ya Oranı	30
Tablo 1.5:	Sigorta-Emeklilik Şirketleri Yapısal Göstergeleri	31
Tablo 1.6:	Aktif Büyüklüğüne Göre Yapısal Göstergeler	32
Tablo 1.7 :	Varlık Toplamına Göre Yoğunlaşma Göstergeleri	33
Tablo 1.8:	Sigorta Sektörü Aktif Toplamı	35
Tablo 1.9:	Aktif Pasif Kalemleri (%)	35
Tablo 1.10:	Özkaynak	36
Tablo 1.11:	Sigorta Sektörü Gelir Gider Hesapları	38
Tablo 3.1:	Sigorta Firmaları Bilançosu Aktif Yapısı	75
Tablo 3.2.:	Türkiye Sigorta Sektörü 2006 Yılı Konsolide Varlık Yapısı	76
Tablo 3.3.:	Sigorta Firmaları Bilançosu Pasif Yapısı	78
Tablo 3.4.:	Türkiye'de Sigorta Sektörü Konsolide 2006 Bilanço Yükümlülük ve Özsermayeleri	79
Tablo 3.5.:	Sigorta Firmaları Gelir Tablosu Yapısı	81
Tablo 3.6.:	2006 Yılı Sigorta Sektörü Özet Gelir Gider Tablosu	81
Tablo 3.7.:	Özermayeye Serbest Nakit Akımlarının Tanımı	91
Tablo 3.8.:	Sigorta Firmaları için Özsermayeye Serbest Nakit Akışlarının Tanımlanması	94

Tablo3.9.:	TransAmerica-Geçmiş Bilançoları	95
Tablo 3.10.:	TransAmerica-Geçmiş Gelir Tabloları	96
Tablo 3.11.:	TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu	97
Tablo 3.12.:	TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 1. Farklı Hesaplama Önerisinin Şekli	98
Tablo 3.13.:	TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 2. Farklı Hesaplama Önerisinin Şekli	98
Tablo 3.14.:	TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 3. Farklı Hesaplama Önerisinin Şekli	99
Tablo 3.15.:	Sigorta Firmalarının 2006 Yılı Bilanço ve Gelir Tablolarına Göre Hesaplanmış Gerekli Özsermaye Tutarları	108
Tablo 4.1.:	Aksigorta 2002-2006 Bilançolarının Düzenlenmesi	111
Tablo 4.2.:	Aksigorta 2002-2006 Gelir Tablolarının Düzenlenmesi	111
Tablo 4.3.:	Aksigorta 2002-2006 Bilançolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi	112
Tablo 4.4.:	Aksigorta 2002-2006 Gelir Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi	113
Tablo4.5.:	Aksigorta 2002-2006 Seçilmiş Tarihi Rasyolar	113

Tablo 4.6.:	Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Konsolide Bilançoları	114
Tablo 4.7.:	Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Konsolide Gelir Tabloları	115
Tablo 4.8.:	Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançoları	115
Tablo4.9.:	Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları	116
Tablo 4.10:	Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Seçilmiş Tarihi Rasyolar	116
Tablo 4.11.:	Aksigorta'nın Hayat Dışı Sigorta Sektörü İçindeki Payı	117
Tablo 4.12.:	Aksigorta Tahmin Dönemi Rasyoları	119
Tablo 4.13.:	Aksigorta Tahmin Dönemi Bilançoları	120
Tablo 4.14.:	Aksigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları	120
Tablo 4.15:	Piyasa Getiri Oranı	122
Tablo 4.16:	Ak Sigorta Özsermaye Değerinin Tespiti	123
Tablo 4.17:	Firmanın Sektör İçindeki Yeri	124
Tablo 4.18:	Anadolu Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	124

Tablo 4.19:	Anadolu Sigorta Değer Tespiti	124
Tablo 4.20:	Anadolu Sigorta Duyarlılık Analizi	125
Tablo 4.21:	Firmanın Sektör İçindeki Yeri	125
Tablo 4.22:	Aviva Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	125
Tablo 4.23:	Aviva Sigorta Değer Tespiti	126
Tablo 4.24:	Aviva Sigorta Duyarlılık Analizi	126
Tablo 4.25:	Firmanın Sektör İçindeki Yeri	126
Tablo 4.27:	Güneş Sigorta Duyarlılık Analiz	128
Tablo 4.28:	Ray Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	128
Tablo 4.29:	Ray Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	128
Tablo 4.30:	Ray Sigorta Değer Tespiti	129
Tablo 4.31:	Ray Sigorta Duyarlılık Analizi	128
Tablo 4.32:	Yapı Kredi Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri	128
Tablo 4.33:	Yapı Kredi Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	128
Tablo 4.34:	Yapı Kredi Sigorta Değer Tespiti	129

Tablo 4.35:	Yapı Kredi Sigorta Duyarlılık Analizi	129
Tablo 4.36:	İMKB’de İşlem Gören Firmaların Özet Sonuçları	129
Tablo 4.37:	2006 İMKB’de işlem gören Sigorta Firmaları PD-DD ve PD-Prim oranları	130
Tablo 4.38:	İMKB’de İşlem Gören Firmaların Çeşitli Yaklaşımlara Göre 2006 Sonu Değerleri	131
Tablo 4.39:	Sigorta Firmalarının 2006 FCFE Yöntemine Göre Bulunan Değeri / 2006 Özsermayenin Defter Değeri Oranı	132
Tablo 4.40:	Sigorta Firmalarının 2006 PD/DD ve 2006 FCFE/DD Oranların Gösterimi	132
Tablo 4.41:	Sigorta Firmalarının 2006 PD/Prim ve 2006 FCFE/Prim Oranları	135
Tablo 4.42:	Sigorta Firmalarının 2007 PD/DD ve 2006 FCFE/2007 DD Oranların Gösterimi	136
Tablo 4.43:	Ankara Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	137
Tablo 4.44:	Ankara Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	138
Tablo 4.45:	Ankara Sigorta Değer Tespiti	138
Tablo 4.46:	Axa Oyak Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	137
Tablo 4.47:	Axa Oyak Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	138
Tablo 4.48:	Axa Oyak Sigorta Değer Tespiti	139

Tablo 4.49:	Başak Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	139
Tablo 4.50:	Başak Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	139
Tablo 4.51:	Başak Sigorta Değer Tespiti	139
Tablo 4.52:	Birlik Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	140
Tablo 4.53:	Birlik Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	140
Tablo 4.54:	Birlik Sigorta Değer Tespiti	140
Tablo 4.55:	Garanti Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	140
Tablo 4.56:	Garanti Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	141
Tablo 4.57:	Garanti Sigorta Değer Tespiti	141
Tablo 4.58:	Güven Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	141
Tablo 4.59:	Güven Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	141
Tablo 4.60:	Güven Sigorta Değer Tespiti	142
Tablo 4.61:	Işık Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	142

Tablo 4.62:	Işık Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	142
Tablo 4.63:	Işık Sigorta Değer Tespiti	142
Tablo 4.64:	İsviçre Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	143
Tablo 4.65:	İsviçre Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	143
Tablo 4.66:	İsviçre Sigorta Değer Tespiti	143
Tablo 4.67:	Koç Allianz Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	143
Tablo 4.68:	Koç Allianz Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	144
Tablo 4.69:	Koç Allianz Sigorta Değer Tespiti	144
Tablo 4.70:	Şeker Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	143
Tablo 4.71:	Şeker Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	144
Tablo 4.72:	Şeker Sigorta Değer Tespiti	145
Tablo 4.73:	TEB Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	145
Tablo 4.74:	TEB Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	145

Tablo 4.75:	TEB Sigorta Değer Tespiti	145
Tablo 4.76:	T.Genel Sigortanın Sektör İçindeki Yeri	146
Tablo 4.77:	T.Genel Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları	146
Tablo 4.78:	T.Genel Sigorta Değer Tespiti	146
Tablo 4.79:	İMKB’de İşlem Görmeyen Hayat Dışı Sigorta Firmalarının Özet Sonuçları	147
Tablo 4.80:	İMKB’de İşlem Görmeyen Firmaların Sektör Oranları ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yaklaşımı ile 2006 Sonu Değerleri ve Satışı Gerçekleşen Firmaların Satış Tarihindeki Satış Değerleri	148

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.2:	Sigorta Sektörü Pasif Dağılımı	37
Grafik 1.3:	Aktif ve Özkaynak Karlılığı	38
Grafik 3.1.:	2006 Yılı Sigorta Sektörü Aktif Yapısı	77
Grafik 3.2.:	2006 Yılı Sigorta Sektörü Pasif Yapısı	79

GİRİŞ

Sigorta en temel insan istek ve ihtiyaçlarından olan güvenlik ihtiyacından doğmuştur. Sigorta, kişi ve kurumları gelecekte karşı karşıya kalabileceği risklere karşı korumaktadır. Sigorta firmaları, belirli bir prim karşılığında risklerin ortaya çıkması halinde hasarları karşılamaktadır. Yani sigorta firmaları prim alarak başlangıçta bir gelir elde etmekte, hasar meydana geldiği durumda da gider ile karşılaşmaktadır. Bu durum sigorta firmalarını diğer firmalardan farklı kılmaktadır. Çünkü diğer firmalar gelir elde etmek için öncelikle gider yapmaktadırlar. Doğası gereği olarak sigorta firmalarının karşılaşılabileceği hasarları karşılayabilecek gücünün olup olmadığını denetleyen mevzuat ve kurumlar da söz konusudur.

Sigorta firmalarının bilanço ve gelir tablosu diğer firmalardan çok farklı bir yapıdadır. Sigorta firmalarının en büyük yükümlülük kalemi “Teknik Karşılıklar”dır. Sigorta firmaları karşılaşılabileceği muhtemel hasar ve tazminatlar için karşılık ayırmaktadırlar. Karşılıklar finansal borçlardan ve ticari borçlardan farklıdır. Çünkü bu karşılıklar, özellik gösteren sektöre özgü bir yükümlülüktür. Karşılıklar yoluyla firmada tutulan fonlar, finansal yatırımlara dönüştürülür. Sigorta firmalarının prim gelirlerinden sonra en önemli diğer gelir kalemi finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerdir.

Firma değeri ifadesi ile firmaya kaynak kullandıran bazı grupların değeri ifade edilmektedir. Firmaya temelde iki kaynak kullandıran grup bulunmaktadır. Bunlar borç verenler ve özsermaye sahibi olan ortaklardır. Firma değeri temel olarak iki anlama gelmektedir. Birinci olarak, hem ortakların hem borç verenlerin değerini ifade eden, aktifin gelecekte sağlayacağı nakitlerin bugünkü değeridir. İkinci olarak, sadece ortakların değerini ifade eden özsermaye değeridir. Firmaların değerini; piyasa çarpanları, temettü indirgeme yaklaşımı, maliyet yaklaşımı ve serbest nakit akımları gibi farklı yöntemlerle tespit etmek mümkündür. İndirgeme

yaklaşımları içinde temettü kapitalizasyonu yöntemi yanında, firmaya serbest nakit akımları, özsermayeye serbest nakit akımları ve ekonomik katma değer yöntemleri bulunmaktadır. Bu yöntemlerden firmaya serbest nakit akımları ve ekonomik katma değer yöntemleri firmaya kaynak kullandıranlardan hem borç verenlerin hem de özsermaye sahiplerinin toplam değerinin hesaplamasında kullanılan yöntemlerdir. Temettü kapitalizasyonu ve özsermayeye serbest nakit akımları yöntemleri ise sadece ortakların değeri olan özsermaye değerinin tespitinde kullanılan yöntemlerdir. Hem borç verenlerin hem de ortakların değeri olan firma değerlemesi yöntemlerinde iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılırken, sadece ortakların değeri olan özsermaye değerlemesinde iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Sigorta firmalarının kaynak yapısının reel sektör firmalarının kaynak yapısından farklı olması nedeniyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplama sorunu söz konusu olduğundan, toplam firma değerini hesaplamadan ziyade, özsermaye değerinin tespiti daha uygun olmaktadır.

Sigorta firmalarının özsermaye değerinin özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi ile tespiti konulu bu çalışmanın birinci bölümünde sigortaya ilişkin temel kavramlar, sigortacılığın unsurları, sigortacılığın faydaları, sigortanın temel prensipleri ile sigorta sektörünün dünyadaki, AB'deki ve Türkiye'deki durumu ele alınmıştır.

İkinci bölümde ise değerlendirme kavramı, firma değerlemesi, firma değerini etkileyen unsurlar, firma değerlendirme yöntemlerine genel hatlarıyla değinilmiştir.

Üçüncü bölümde, sigorta firmalarının bilanço ve gelir tablolarının yapısı, sigorta firmaları için özsermayeye serbest nakit akımlarının tespiti ve sigorta sektörü için Türkiye'de asgari özsermaye tutarının hesaplama yöntemleri ele alınmıştır.

Son bölüm olan dördüncü bölümde ise, sigorta firma bilanço ve gelir tablolarının analize hazır hale getirilmesi, geleceğe ilişkin mali tabloların tahmininde kullanılacak anahtar rasyoların belirlenmesi, mali tabloların ve tahmin dönemi özsermayeye serbest nakit akımlarının tespiti, özsermaye maliyetinin ve firma değerinin belirlenmesi örnek uygulama üzerinde gösterilmiş, ayrıca İMKB’de işlem gören hayat dışı sigorta sektörü firmaların özsermaye değerleri ile Türkiye’de kurulu ancak İMKB’de işlem görmeyen hayat dışı sigorta sektörü sigorta firmalarının özsermaye değerleri tespit edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SİGORTA SEKTÖRÜ VE KAPSAMI

1.1. SİGORTAYA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

Bu kısımda sigortaya ilişkin temel kavramlardan olan sigorta ve risk kavramı üzerinde durulmuştur.

1.1.1. Sigorta Kavramı

Sigorta, Latince “sicurta” (güven) kelimesinden gelir¹. Türk Dil Kurumu sözlüğüne göre sigorta “bir şeyin veya bir kimsenin herhangi bir yönden ileride karşılaşılabileceği zararı gidermek için, önceden ödenen prim karşılığında bu işle uğraşan kuruluşla yapılan iki taraflı bağlantı sözleşmesi” olarak tanımlanmaktadır. Sigorta “bir zararı doğuran veya meydana getiren bir olayın risk sonuçlarının, sigorta şirketlerince üstlenilmesi” şeklinde de tanımlanabilir².

İnsan istek ve ihtiyaçları sonsuz olmasına karşın bu ihtiyaçlar hiyerarşik bir sıralamaya tabidir. Abraham Maslow’un ihtiyaçlar hiyerarşisine göre ilk karşılanması gereken ihtiyaç beslenme, barınma, giyinme gibi zorunlu ihtiyaçlardır. İnsanoğlu bu ihtiyacını giderdikten sonra ikinci aşamada güvenlik ihtiyacını gidermeye çalışır. Yani ihtiyaçlar hiyerarşisine göre ikinci önemli ihtiyaç güvenlik ihtiyacıdır³.

Sigorta insanoğlunun güvenlik ihtiyacını gidermek amacıyla geliştirilmiş olan bir tekniktir. İnsanoğlu nasıl ki hayatını devam ettirebilmek

¹ Enver Alper Güvel, Afitap Öndaş Güvel, **Sigortacılık**, 2. Baskı, Seçkin Kitabevi, 2004, s.23.

² Özdemir Akmut, **Hayat Sigortaları**, İstanbul, 1992, s. 9.

³ Tatar Tevfik, M.Mithat ÜNER, **İşletmecilik İlkeleri**, Gazi Büro Yayınları, Ankara, 1992, s.76.

için yiyecek içecek satın almakta ise, güvenlik ihtiyacını karşılamak için de makul düzeyde harcama yaparak güven satın almakta, sigortacılar ise güven satmaktadır.

Sigorta, ileride meydana gelme olasılığı olan tehlikeler nedeniyle doğacak zararların telafisinin, önceden yapılan prim ödemeleri karşılığında güvence altına alınması işlemidir⁴.

TTK. M. 1379'a göre sigorta "bir sözleşmedir ki bununla sigortacı bir prim karşılığında diğer bir kimsenin para ile ölçülebilir bir menfaatini zarara uğratan tehlikenin (rizikonun) meydana gelmesi halinde tazminat vermeyi yahut bir veya birkaç kimsenin hayat süreleri sebebiyle veya hayatlarında meydana gelen bir takım olaylar dolayısıyla bir para ödemeyi veya diğer edimlerde bulunmayı üzerine alır." şeklinde tanımlanmaktadır.

Sigortayı ortaya çıkaran ana nedenlerden biri belirsizliktir. Sigorta, büyük sayılar kanunundan hareketle riskin belirli duruma getirilmesini amaçlamaktadır⁵.

1.1.2. Risk Kavramı

Sigortada risklerin dağıtılması, katılımcılara yayılması ve böylece zararların minimize edilmesi amaçlanmaktadır.

Günümüzde sigortacılar "risk" "riziko" " tehlike" kelimelerini aynı anlamda kullanmaktadırlar. Risk sözlükte "zarara uğrama tehlikesi" olarak tanımlanmıştır⁶. Risk kavramı, iktisadi ve günlük kullanımda farklı anlamlara gelmektedir. Risk genellikle sonucun nasıl meydana geleceğinin belirsiz

⁴ Enver Alper Güvel, Afitap Öndaş Güvel, **a.g.e.**, s.24.

⁵ Gülsün İşseveroğlu, "Sigorta Şirketlerinde Finansal Başarının Ölçülmesi ve Bir Uygulama", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE, Bursa 2005, s. 14.

⁶ Sigorta Eğitimi,(Erişim) <http://www.sigortaegitimi.com/v2/?goster=icerikdetay&id=162>, 24 Mayıs 2007.

olduğu durumlar için kullanılmaktadır. Hayat risklerle dolu olup, yakın gelecek bile genellikle belirsizdir⁷. Geniş bir çevre içinde ele alındığında, planların başarısız olma olasılığı, hatalı karar alma tehlikesi, zarar etme veya kar etmeme gibi durumlar “risk” olarak adlandırılır. Alınacak kararların, yapılan yatırımların ve yürütülen faaliyetlerin gelecekte nasıl sonuçlanacağı kesin olarak bilinmekte ise, belirlilik ortamında bulunduğu ve hiçbir riskin söz konusu olmadığı söylenebilecektir⁸. İstatistik, finansal yönetim ve yatırım yönetiminde riskin, beklenen değer etrafındaki değerlerin olasılık dağılımlarını ortaya koyan özel bir anlamı vardır⁹. Olasılık değerlerinin belirlenmesinde geçmişteki deneyimlerden veya geleceğe ilişkin subjektif beklentilerden yararlanılır. Benzer yatırım alternatiflerine ilişkin geçmişte meydana gelen sonuçlar ve bu sonuçlar için atfedilen olasılık rakamları yatırımın gerçekleşeceği ekonomik ortam özellikleri de dikkate alınarak gelecek için simule edilebilir¹⁰. Sigorta matematiği yönünden risk kavramı, zararların, kayıpların belirsizliği anlamına gelmektedir¹¹.

Değişik bilim dallarında farklı şekilde tanımlanabilen risk kavramı sigortacılık alanında; kaybetme tehlikesinin varlığı, kaybetme olasılığı, belirsizlik, beklenen sonuçtan başka herhangi bir sonucun ortaya çıkması olasılığı olarak ifade edilir¹². Risk, birtakım istatistiki yöntemler kullanılarak objektif bir şekilde ölçülebilmektedir. Halbuki, belirsizlik yalnızca düşüncede olduğu ve yeterli veriler olmadığı için istatistiki yöntemlerle objektif olarak ölçülememektedir. Bunun için risk objektif, belirsizlik ise, sübjektif olasılık dağılımları ile ölçülmektedir¹³.

⁷ Scott E. Harrington- Gregory R. Niehaus, **Risk Management and Insurance**, Second Edition, Mc Graw Hill, 2003, s.1.

⁸ Mehmet BOLAK, **Risk ve Yönetimi**, Birsan Yayınevi, İstanbul 2004, s.3 .

⁹ Scott E. Harrington, Gregory R. Niehaus, **a.g.e.**, s.1.

¹⁰ Çıtak Serdar, “**Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine**”, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 1999, s.12.

¹¹ Özdemir Akmut, “**Hayat Sigortası Teorisi ve Türkiye’deki Uygulama**”, Sevinç Matbaası, Ankara, 1980, s. 7.

¹² Bickelhaupt, L.,Davit; **General Insurance**, Çev. Erdal Yaman, Dış Satım Kredi Sigortası, Halkevleri Basımevi, Ankara, 1983, s.120.

¹³ Özdemir Akmut, **Hayat Sigortası**, Sevinç Matbaası, Ankara, 1980, s. 5.

Risk deyimi iki farklı anlamda kullanılır. Birincisi; risk belirsizliktir, ikincisi tehittir. Risk kavramı belirsizlik anlamı ile ele alındığında bir yandan kayıp (zarar) beklentisi bulunurken, diğeryandan kazanç olanağı da mevcuttur. Kar zarar olasılığı farklı oranlarda olabilir. Ancak sonuçta kazanç ya da zarardan birisi mutlaka gerçekleşir. At yarışı, sayısal loto gibi oyunlardaki risk bu duruma örnek verilebilir. Bu tür risklere “spekülatif risk” denir.¹⁴

Riski tehlike anlamında kullandığı durumda ise herhangi bir kazanç beklentisi yoktur. Riskin gerçekleşmesi halinde bir kayıp ortaya çıkar. Gerçekleşmemesi halinde ise mevcut durum korunur. Riskin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğı ya da ne zaman gerçekleşeceğı belli değildir. Bu tür risklere “gerçek risk” veya “saf risk” denir. Sigorta konusu olan riskler bu tür risklerdir.¹⁵

1.2. SİGORTANIN UNSURLARI

Bir riskin sigorta kapsamına alınabilmesi için bazı unsurların söz konusu olması gerekmektedir¹⁶. Öncelikle hasar (risk) tesadüfi olarak meydana gelmelidir. Kasten meydana gelmiş bir hasarda sigortacının herhangi bir sorumluluğı söz konusu olamaz. İkinci unsur, aynı derecede tehlikeye maruz kalan benzer birimlerin bir araya getirilmesidir. Benzer birimlerin bir araya getirilmesi istatistiki hesapların yapılmasını ve hasar oranının tespitini kolaylaştırmakta, dolayısıyla prim alma ve sigortacılık faaliyetinin görülmesini mümkün kılmaktadır. Üçüncü unsur olarak meydana gelebilecek hasarların istatistiksel olarak ölçülebilir olması gerekir. Riskin bilimsel olarak ölçülebilmesi, aynı risk grubuna girecek sigortalıların,

¹⁴ Sigorta Eğitimi,(Erişim), <http://www.sigortaegitimi.com/v2/?goster=icerikdetay&id=162>, 24 Mayıs 2007.

¹⁵ Sigorta Eğitimi,(Erişim), <http://www.sigortaegitimi.com/v2/?goster=icerikdetay&id=162>, 24 Mayıs 2007.

¹⁶ Cihan Tanrıöven, “Sigortacılıkta Müşterek Fonların Yönetimi ve Aktüaryal Dengelerin Kurulması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 1998, s.16-18.

ödenecek primlerin ve hasar maliyetlerinin hesaplanmasında önemli rol oynamaktadır. Son unsur olarak, hasarların para ile ölçülebilir olmasıdır. Manevi hasarlar sigortanın kapsamına girmemekte ve sigorta söz konusu olmamaktadır.

1.3. SİGORTAYA KONU OLAN RİSK FAKTÖRLERİ

Bireylerin ve işletmelerin günlük yaşamda karşılaşacakları risk faktörlerini sosyal, fiziksel, ekonomik ve politik olmak üzere sınıflandırmak mümkündür¹⁷.

* **Sosyal Risk Faktörleri:** Sosyo kültürel ortamda kural dışı davranışlar. Örneğin, hırsızlık, kazalar ve terör olayları gibi.

* **Fiziksel Risk Faktörleri:** Doğal afetlerle bunun dışındaki risklerdir. Örneğin, fırtına, kasırga, dolu, kuraklık, yangın, erozyon ve deprem vb.

* **Ekonomik ve Politik Risk Faktörleri:** Dünya ve ülke ekonomilerinde meydana gelen değişimler, hükümetlerin aldıkları ekonomik kararlar, savaşların ekonomilere olumsuz etkileri kişileri ve işletmeleri olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonomik dalgalanmalar, işsizlik, enflasyon, ekonomik durgunluk gibi sorunlar yaratabilmektedir.

1.4. SİGORTANIN FAYDALARI

Sigorta insanlar ve ticaretin temelini oluşturan şirketler açısından ve nihayetinde bunların toplamını oluşturan ülke ekonomisi açısından vazgeçilmezdir. Bir başka cümle ile, ekonomik açıdan gelişme sağlanması ve insanların sosyal bir yaşam tarzına sahip olması için sigorta gereklidir.

¹⁷ Serhat Yanık, “Sigorta İşletmelerinde Mali Yeterlilik Analizi ve Türk Sigorta Sektöründe Bir Uygulama Örneği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2000, s. 21.

Sigorta klasik anlamda; oluşabilecek ekonomik zararları önlemek ve zararı telafi etmek amacıyla vardır. Bireyler; kaza, yangın, üçüncü kişilere zarar verme vb. tehditler nedeni ile çeşitli rizikolar altındadır. Günümüzde ticari faaliyetlerin sınırlarının kalkması ile riziko çeşitleri de daha karmaşık bir hal almıştır¹⁸. Oluşabilecek bu zararları ve riskleri önlemek, ülkenin ekonomik yönden kalkınmışlığına katkıda bulunmak adına sigorta kişilere ve ülke ekonomisine şu açılardan fayda sağlamaktadır:

- * Sigorta ticari hayatta var olması gereken güven ortamını pekiştirir.
- * Riskin gerçekleşmesi ihtimali ile elde bulundurulan fonları en alt seviyede tutulmasını sağlayarak bu fonların yatırıma dönüşmesini teşvik eder.
- * Girişimcinin gelecekteki kararları açısından bulunan belirsizlik ortamını kaldırarak girişimcilerin daha cesur kararlar almasını sağlar.
- * Sigortanın sağlamış olduğu güvence, girişimcinin daha kolay kredi bulmasını sağlayarak, kredibilitisini yükseltir.
- * Belirsizlik ortamının kalkması nedeniyle ürün fiyatlarının daha makul, gerçekçi ve rekabetçi seviyede oluşmasına zemin hazırlar.
- * Önemli bir mali kurum niteliği taşıyan sigorta şirketleri mali piyasaların gelişmesine paralel büyüyecek, buna paralel büyüyen mali piyasalar da sigorta şirketlerinin mali sektörün önemli bir aktörü haline gelmesine vesile olacaktır. Bir başka ifade ile sigorta şirketleri tahsil edilen primler ile rizikonun gerçekleştiği ana kadar bir nevi banka vazifesi görürler. II. Dünya savaşı sonrası Almanya ve Amerikanın mali

¹⁸ Enver Alper Güvel, Afıtap Öndaş Güvel, a.g.e.,s.27-33.

yönden gelişmesinde sigorta sektörünün oldukça fazla etkisi olmuştur¹⁹.

* Girişimci açısından birçok yönden riziko azaldığından kredi kuruluşlarının kredi işlemlerinin genişlemesine ve yaygınlaşmasına zemin hazırlar.

* Yeni istihdamlar yaratmak suretiyle işsizliğin azalmasına yardımcı olur.

* Yapılan faaliyet nedeniyle devletin önemli bir vergi kaynağına sahip olmasını sağlar.

* Ülkenin gelişmişlik seviyesinin artırılması için özellikle hayat sigortası yardımı ile gerekli tasarrufları sağlayarak fon oluşturulmasını sağlar.

* İhracat kredisi sigortası, nakliyat sigortası vb. uluslararası enstrümanlar vasıtasıyla ülkenin ticari ilişkilerini geliştirir ve ülkeye döviz girdisi sağlar.

1.5. SİGORTA TÜRLERİ

Sigorta çeşitli özelliklerine göre doktrinde farklı şekilde ayrımlara tabi tutulabilmektedir²⁰. Genel hatları ile bu ayrımlar aşağıda özetlenmiştir.

¹⁹ Cihan Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 34, 35.

²⁰ Enver Alper Güvel, Afıtap Öndaş Güvel, **a.g.e.**, s. 99 ; Murat Özbolat, **Temel Sigortacılık**, I. Baskı, Seçkin Kitabevi, 2006, s. 223 .

1.5.1. Ödenecek Primler Bakımından

Ödenecek primler bakımından sigorta çeşitleri sabit primli sigorta ve değişken primli sigorta olmak üzere ikiye ayrılır.

* **Sabit Primli Sigorta:** Sigorta şirketinin sigorta primi karşılığında üzerine riski aldıktan sonra şirketin kar zarar durumuna göre prim tutarını değiştiremediği sigorta türüdür.

* **Değişken Primli Sigorta:** Bu sigorta türünde sigorta edenin aldığı prim net ve kesin değildir. Sigorta dönemi sonunda sigorta şirketinin kar zarar durumuna göre kesin prim hesaplanabilmektedir. Örneğin; tarım sigortalarında primin hasat sonunda tespit edilmesinde olduğu gibi.

1.5.2. Sigorta Sözleşmesini Yapan Açısından

Sigorta sözleşmesini yapan açısından sigorta ve reasürans olarak sınıflandırmak mümkündür.

* **Sigorta Sözleşmesi:** Riske maruz kalan sigorta ettiren ile Anonim Şirket şeklinde kurulan ve riski üstüne alan sigorta eden arasında teminat karşılığı kurulan risk sözleşmelerinin bütünüdür.

* **Reasürans Sözleşmesi:** Sigorta şirketlerinin belli bir riski ya da hasarların belli bir bölümünü bir sigorta sözleşmesi ile bir başka sigorta şirketine transfer etmesi sonucu gerçekleşen sigorta sözleşmesidir. Sigorta sözleşmeleri bu şekilde üzerlerine aldıkları büyük çaplı riskleri dağıtmaktadırlar.

1.5. 3. Sigorta İlişkisinin Düzenlenmesi Bakımından

Sigorta ilişkisinin düzenlenmesi bakımından sigorta türleri yasal sigorta ve akdi sigorta olmak üzere ikiye ayrılır.

* **Yasal Sigorta:** Sigorta ilişkisinin bir yasadan kaynaklandığı durumlarda yasal sigorta sözkonusu olur. Sosyal riskler için yapılan zorunlu sigortalar genellikle bu kapsamdadır. Örneğin zorunlu deprem sigortası gibi.

* **Akdi Sigorta:** Tarafların özel bir rizikonun gerçekleşmesi ihtimali ile aralarında sözleşmeye dayanarak yaptıkları sigorta türüdür. Özel rizikolar için yapılan sigortaların birçoğu bu gruba girer. Örneğin hırsızlık, yangın, kasko sigortası gibi.

1.5.4. Sigortanın Zorunluluğu Bakımından

Sigorta zorunluluğu bakımından sigorta türleri temel olarak zorunlu sigorta ve ihtiyari sigorta olmak üzere ikiye ayrılır.

* **Zorunlu Sigorta:** Özel sigortalar kamunun menfaati için bazı durumlarda yasalarla zorunlu hale getirilmiştir. Bunlar sosyal sigortanın dışında kalan sigortalardır. Bu tür sigortalar özel sigorta ile sosyal sigorta arasında yer alırlar. Örneğin zorunlu deprem sigortası, trafik sigortası gibi.

* **İhtiyari Sigorta:** Yasalarla zorunlu hale getirilenlerin dışında kalan sigortalardır. Örneğin hırsızlık, kasko ve yangın sigortası gibi.

1.5. 5. Ödenecek Tazminat Tutarı Bakımından

Ödenecek tazminat tutarı bakımından sigorta türleri, zarar sigortası ve tutar sigortası olmak üzere ikiye ayrılır.

* **Zarar Sigortası:** Zarar sigortasında sigorta edilenin değeri değil sadece riskin gerçekleştiğinde meydana gelen zarar miktarı ödenmektedir.

* **Tutar (Meblağ) Sigortası:** Bu sigorta türünde tarafların sigorta sözleşmesinde serbestçe belirledikleri tutar rizikonun gerçekleşmesi halinde somut zararın miktarı ne olursa olsun aynen ödenmektedir. Bu nedenle bu sigorta türünde eksik, tam yada aşkın sigorta değerlendirmesi yapılmamaktadır. Ayrıca bu sigorta türünde birden çok (çifte) sigorta yapılması da mümkündür. Tutar sigortası günümüzde hayat sigortalarında²¹. ve ferdi kaza sigortalarında uygulanmaktadır.

1.5. 6. Riskin Gerçekleşeceği Yer Bakımından

Riskin gerçekleşeceği yer bakımından sigorta türleri; deniz sigortası, kara sigortası ve hava sigortası olmak üzere üçe ayrılır.

* **Deniz Sigortası:** Denizlerde riskin ortaya çıkması durumunda karşılaştığımız sigorta türüdür. Denizlerde risk değer olarak daha yüksek olduğu için tarihsel süreçte sigortacılık bu alanda doğmuş ve daha fazla gelişmiştir²².

* **Kara Sigortası:** Deniz ve hava dışında gerçekleşen riskleri kapsayan sigorta türüdür.

²¹ Enver Alper Güvel, Afıtap Öndaş Güvel, **a.g.e.**, s. 104-105.

²² Enver Alper Güvel, Afıtap Öndaş Güvel, **a.g.e.**, s. 99.

* **Hava Sigortası:** Hava taşımacılığındaki gelişmeye paralel olarak gelişen bir sigorta koludur.

1.5. 7. Sigorta Ettirilen Menfaat Bakımından

Sigorta ettirilen menfaat bakımından sigorta; kişi sigortaları, mal sigortaları, mal varlığı sigortaları gibi çeşitlere ayrılmaktadır.

* **Kişi Sigortaları:** Sigortanın konusunun herhangi bir mal değil de bizzat sigortalının kendisi olduğu sigorta çeşididir. Riskin gerçekleşme ihtimali bazı istisnalar dışında kesin olarak bilinmemekle birlikte, ileride gerçekleşme olasılığı çok yüksektir. Kişi sigortaları kendi içinde hayat sigortası, kaza sigortası gibi farklı çeşitlere ayrılır.

Hayat Sigortası: Kişilerin yaşlılıklarında ya da ölümleri halinde geride bıraktıkları aile bireylerinin sıkıntıya düşmeden yaşamlarını devam ettirmesi için güvencesinden faydalandıkları bir sigorta çeşididir. Bu sigorta türünde gelecek için yapılan tasarruf ön plana çıkmaktadır. Hayat sigortaları da kendi içinde tasarrufa bağlı, ölüme bağlı, bireysel emeklilik ve grup hayat sigortaları gibi çeşitli türlere ayrılmaktadır.

Kaza Sigortası: Kişinin dışarıdan gelen bir olay nedeniyle ölmesi ya da daimi sakat kalması hallerinde uğrayacağı ekonomik kayıpları güvence alan sigorta çeşididir²³. Kaza; dışarıdan ve aniden meydana gelen bir olayın sigortalının mal veya bedeni üzerinde hasar bırakmasıdır²⁴. Şahıs bireysel kaza, grup bireysel kaza, koltuk bireysel kaza, seyahat bireysel kaza gibi çeşitli türleri vardır.

* **Mal Sigortaları:** Sigorta ettirenin mallarında riskin çeşitli şekillerde gerçekleşmesi mümkündür. Sigorta ettirenin mamelekinin sadece aktifini

²³ Enver Alper Güvel, Afıtap Öndaş Güvel, **a.g.e.**,s. 145, 146.

²⁴ Cokkerel H.A.L, **Insurance**, The Teach Yourself Books, London, s. 99.

güvence altına alan sigortalar mal sigortalarıdır. Bu sigorta türünde kural olarak çifte sigorta yapılamaz ve sigorta değeri malın gerçek değerini aşamaz. Mal sigortaları riskin içeriğine göre çeşitli alt dallara ayrılmaktadır. Bunlar aşağıda kısaca özetlenmiştir.

Yangın Sigortası: Yangın ve yangına bağlı olarak meydana gelen zararları güvence altına alan sigorta çeşididir. Kanunlar dahilinde yangın sigortası kapsamına kural olarak; yangın, yıldırım ve infilak rizikosu dahildir. Sözleşmeye bunların dışında özel güvenceler eklenmesi de mümkündür.

Deprem Sigortası: Olası bir deprem felaketinde bina maliklerini ve intifa hakkı sahiplerini güvence altına almak amacıyla oluşturulmuş bir sigorta türüdür. 2000 yılından itibaren ülkemizde binaların deprem sigortası yaptırmaları zorunlu hale gelmiştir. Binalarda bulunan eşyalar deprem sigortası kapsamında değildir.

Nakliyat Sigortası: Bir yerden bir başka yere yapılan taşıma sırasında, taşınan malın ve taşımada kullanılan aracın hasara uğraması halinde güvence sağlayan bir sigorta türüdür.

Oto Kasko Sigortası: Motorlu kara taşıtlarında risk gerçekleştiğinde meydana gelebilecek zararları güvence altına almak amacıyla yapılan bir sigorta türüdür. Oto kasko sigortasında risk kaza, yanma, çalınma gibi çok çeşitli biçimlerde ortaya çıkabilmektedir.

Hırsızlık Sigortası: Çalınan malları güvence altına alan bir sigorta çeşididir.

İnşaat Sigortası: İnşaat arsasının kazılmasından anahtar teslimine kadar olan süre içerisinde inşaatta veya bu inşaata ait tesislerde meydana gelebilecek hasarları sigorta güvencesi altına alan bir sigorta çeşididir.

Tarım Sigortası: Tarım ürünlerini ve hayvanları sigorta güvencesi altına alan sigorta çeşididir. Dolu ve hayvan sigortası olarak iki kısma ayrılır²⁵. Ülkemizde tarım sektörünü tehdit eden risklerin teminat altına alınması amacıyla 14 Haziran 2005 tarihinde 5363 sayılı Tarım Sigortaları Kanunu çıkarılarak hayata geçirilmiştir.

Diğer Mal Sigortaları: Mal sigortalarının; cam kırılma, mühendislik, makine montaj sigortası gibi başka çeşitleri de vardır.

*** Malvarlığı Sigortaları:** Sigorta ettirenin mamelekinin hem aktif hem de pasifini güvence altına alan sigorta çeşidine malvarlığı sigortaları denir. Mal sigortalarından farklı olarak burada malvarlığı bir bütün olarak güvence altına alınmaktadır. Bu sigorta türünde aşkın veya eksik sigorta uygulaması söz konusu değildir. Malvarlığını güvence altına alan sigortalar çeşitli şekillerde karşımıza çıkmaktadır. Örneğin: mali sorumluluk sigortası, reasürans ve zorunlu gider (yeni değer) sigortası gibi.

1.6. SİGORTANIN TEMEL PRENSİPLERİ

Sigortacılığın temelini oluşturan beş temel ilke; sigortalanabilir menfaat ilkesi, mutlak iyi niyet ilkesi, tazminat ilkesi, hakların devri ilkesi ve yakın sebep ilkesidir.

1.6. 1. Sigortalanabilir Menfaat İlkesi

Menfaat ilkesi; sigorta yaptıranın sigorta yapılan şeyin güvence altına alınmasında bir menfaatinin olması anlamına gelir. Sigortalanabilir menfaatten söz edilebilmesi için sigorta yaptıranın riske konu kıymetin zarar görmesinden dolayı yasal ve geçerli bir parayla ölçülebilen kaybının olması

²⁵ Necdet Sağlam, “Sigorta İşletmelerinde Mali Tabloların Hazırlanması ve Avrupa Birliğine Uyumu”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Eskişehir 1996, s. 24.

gerekir. Bu menfaat ilişkisin kural olarak hem sözleşmenin yapıldığı anda hem de riskin gerçekleştiği anda olması gerekir. Bunun yanı sıra nakliyat sigortalarında menfaatin hasarın gerçekleştiği anda, hayat sigortalarında sözleşmenin yapıldığı anda olması yeterlidir.

Sigortanın konusu sigortalı şey ya da sorumluluğun kendisidir. Yani deprem sigortasında bina, yangın sigortasında işyeri, sorumluluk sigortasında bireyin yasal sorumluluğu, hayat sigortasında yaşam, sigortanın konusu olabilmektedir. Sigorta sözleşmesinin konusu ise yukarıdaki bina, işyeri ve sorumluluk değil sözleşmeye taraf olan kişinin bu şeyler üzerinde sahip olduğu menfaattir. Menfaat ilişkisi saptanırken sigorta sözleşmesi tarafının şeyin maliki olması aranmaz örneğin mal sigortalarında emanetçi ve yed-i emin, intifa hakkı sahibi, rehin hakkı sahibi ve kiracı sıfatıyla hareket edildiği durumlarda ilgilinin menfaatinin olduğu kabul edilir²⁶.

1.6. 2. Mutlak İyi Niyet İlkesi

Sigorta sözleşmeleri tarafların birbirlerine güvenmeleri ilkesi üzerine kurulmuştur. Sözleşme yapılmadan önce özellikle sigorta yaptıran sigorta konusu hakkında tüm bilgileri sigorta eden istemese bile dürüstçe vermelidir. Sigorta eden de sigorta edileni aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmeli onu aldatacak davranışlardan kaçınmalıdır. Sigorta eden genellikle karşı tarafın beyanı doğrultusunda sigorta sözleşmesini yapmaktadır. Tüm sigorta poliçelerinde yer alan “ beyan yükümlülüğü” bu ilkenin gerçekleştirilmesi için konulmuştur.

İyi niyet sadece sözleşmenin kurulması anında değil sözleşme süresince ve riskin gerçekleşmesinden sonrada devam etmelidir. Çünkü sigorta edilen şeye tasarruf etme yetkisi genellikle sigorta ettirenin üzerinde bulunmaktadır. Bu dönemde haber verilmediği takdirde sigortacının, sigorta

²⁶ Murat Özbolat, a.g.e., s. 107.

edilen şey hakkında bilgi sahibi olması veya riskin gerçekleştiğini öğrenmesi de genellikle mümkün değildir.

1.6. 3. Tazminat İlkesi

Tazminat riskin gerçekleşmesi nedeniyle sigorta edilene ödenen tutardır. Bütün mal ve mesuliyet içeren sigorta sözleşmeleri esas itibari ile tazminat sözleşmeleridir. Sözleşmenin konusu ise genellikle sigortalıyı riskin gerçekleşmesinden önceki hale getirmektir. Sözleşmede belirtilen meblağ genellikle sigortacının mesul olacağı azami miktarı gösterir.

Risk gerçekleştiğinde haksız bir durumun ortaya çıkmaması için ödenen tazminat miktarının sigorta edilenin piyasa değerine eşit olması gerekir. Çünkü sigorta bir zenginleşme aracı değildir. Bu nedenle ödenen tutarın sigorta edilenin değerinden daha az seviyede olması mümkün iken daha yüksek bir seviyede belirlenmesi (aşkın sigorta) kural olarak mümkün değildir.

Sigortacının riskin gerçekleşmesi halinde ödeyeceği tazminat sigortanın türüne göre; nakit ödeme, tamir, yerine koyma ve yenileme şeklinde gerçekleştirilmektedir²⁷.

1. 6. 4. Hakların Devri İlkesi

Sigorta edilen şeyin üçüncü kişiler tarafından hasara uğratılması halinde zarara uğrayanın kural olarak Borçlar Kanunu hükümlerince kusurlu taraftan tazminat talep etme hakkı vardır. Fakat sigorta edilen dava açmadan riskin gerçekleştiği gerekçesiyle sigorta şirketinden tazminatını aldıktan sonra kusurlu tarafa dava açma hakkını kanunen sigorta şirketine devretmiş olur buna hakların devri ilkesi denir. Kanunen bu yetki sigorta şirketine verilmemiş

²⁷ Murat Özbolat, **a.g.e.**, s. 108-109.

olsaydı sigorta ettiren hem sigorta şirketinden tazminatını alacak hem de kusurlu tarafa tazminat davası açacak böylece sigortayı bir zenginleşme vasıtası olarak kullanabilecekti.

1.6. 5. Yakın Sebep İlkesi

Sigortalının, sözleşmeye dayanarak sigortacıdan bir tazminat talebinde bulunabilmesi için hasarın poliçede belirtilen risklerden birinin gerçekleşmesi sonucu meydana gelmesi gerekmektedir. Kısaca söylemek gerekirse sözleşmede prim hangi risk için alınmışsa hasar da o riskin karşılığında ödenir. Örneğin hırsızlık sigortasında, hırsız evin kapısını kırmış fakat evden bir şey alamadan yakalanmışsa, kapının hasarı da hırsızlık sigorta poliçesi kapsamında ödenmelidir. Çünkü hırsızlık olayı teşebbüs aşamasında kalmıştır. Sigorta şirketinin olayı mala zarar verme gibi değerlendirmemesi gerekir. Bunun yanı sıra ev sahibine sırf zarar vermek maksadıyla ya da konut dokunulmazlığını ihlal maksadıyla kapı kırılmış olsaydı sigorta ettiren hırsızlık sigortasına dayanarak tazminatını alamayacaktı.

Sigorta sözleşmelerinde hasarın yakın sebebinin belirlenmesi bazen çok karmaşık bir hal alabilmektedir. Bu nedenle sigorta sözleşmesinde hasarın yakın sebebi sigortalanmış bir tehlike ya da poliçede istisna edilmemiş bir tehlike olmalıdır. Örneğin yangın sigortasına deprem riski dahil edilmemişse, deprem sonucu konutta meydana gelen yangın dolayısıyla tazminat ödenmeyecektir. Çünkü yangının yakın sebebi olan deprem poliçede gösterilmemiştir.

1.7. RİSK TRANSFERİ

Sigorta işletmeleri güvence satarak üzerlerine aldıkları riskleri kontrol edebilmek veya mali yükümlülüklerini azaltmak için reasürans, koasürans ve

konservasyon gibi bir takım enstüramanları kullanarak risklerini transfer etmek ihtiyacı duyarlar.

1.7.1. Reasürans

Reasürans en açık ifade ile sigortanın sigortası ya da sigorta işinin bir sigortacıdan bir başka sigortacıya transfer edilmesidir.

Reasürans sözleşmelerinde aktarmayı yapan sigortacı işletmeye sedan işletme, bu aktarmayı kabul eden işletmeye ise reasürans işletmesi ya da reasürör denmektedir.

Reasürans yapılmasının ilk amacı beklenmedik zamanda gerçekleşen hasar ödemelerini karşılayabilmek, sigorta işletmelerinin büyümek ve daha fazla iş kabul etme isteklerinin yerine getirilmesi ve kazanç ve kayıpları dengeleyerek karlı bir portföye sahip olmak için yapılır.

Reasürans sözleşmelerinin; sigorta işletmesinin riskteki payını azaltmak, sigorta işletmesinin iş kabul kapasitesini artırmak, sedan işletmenin hasar oranında karlılığını sağlamak, sigorta şirketinin saklama payını ve limitini artırarak iş adedi ve tutarını artırmak, reasürörün işletmeye mali destek sağlaması gibi faydaları vardır²⁸.

Sigorta şirketinin sermaye ve ihtiyatlarının, prim gelirleri ve varolan riskin özellikleri göz önüne alınarak kaybına katlanabileceği azami miktara konservasyon adı verilir. Sedan şirketin üzerinde tuttuğu risk miktarı konservasyon, reasürans şirketinin üzerinde tuttuğu risk miktarı ise sesyon olarak adlandırılır. Konservasyon brüt ve net olmak üzere iki çeşidi vardır.

²⁸ Cihan Tanrıöven, **a.g.e**, s. 127.

Sigortalanan şeyin risk derecesine göre değişen hasara paralel olarak ayarlanacak oranına brüt konservasyon denir. Sigortacının bir hasarın gerçekleşmesi esnasında ödenecek tazminat tutarından kendisinin ödemeye hazır olduğu kısma net konservasyon denir. Net konservasyonun yüksekliği öz ve dış sermayenin miktarına ve sahip olunan sigortalının sayısına bağlıdır. Örneğin sigorta şirketi 100 YTL tazminatı ödeme kudretine sahipse bunun net konservasyonu 100 YTL dir. Eğer bu rizikonun hasar ihtimali %50 ise brüt konservasyon 200 YTL olacaktır. Çünkü şirketin 100 YTL ye kadar hasarı karşılayabilecek mali imkanı vardır. Hasar ihtimali %50 olunca ancak 200 YTL lik bir teminatta, 100 YTL zarar olabilmektedir. Bu şekilde birinci şekliyle hasarın kabul edilmesi net konservasyonu oluşturur. İkinci haliyle kabulde ise brüt konservasyon sağlanmış olmaktadır. Brüt konservasyonun net konservasyona eşit olduğu nokta hasar oranının %100 olacağı noktadır. Sigortalı şeyin risk derecesi azaldığı oranda brüt konservasyon artmakta, risk derecesi arttığı oranda brüt konservasyon net konservasyona yaklaşmaktadır²⁹.

1.7.2. Koasürans

Riskin gerçekleşmesi halinde sigorta firmasının güvenceyi tek başına veremeyeceği hallerde, tek bir riske ait sorumluluğu bir başka sigorta şirketi ile paylaşmasına koasürans denir. Koasürans türü sözleşmeye öncülük eden sigorta şirketi “jeran işletme” sorumluluğu paylaşan diğer şirket ise koasürör işletme olarak adlandırılır³⁰. Koasürans türü sigorta sözleşmelerine daha çok gemilerin ve büyük çaplı fabrikaların güvence altına alınmasında rastlanır.

²⁹ Cihan Tanrıöven, **a.g.e.**, s. 128.

³⁰ Gülsün İşseveroğlu, **a.g.e.**, s. 35.

1.8. DÜNYADA SİGORTA SEKTÖRÜ

Bu kısımda, dünyada sigorta sektörünün tarihsel süreç içinde gelişimi, sektörün durumu ve özellikle Türkiye'yi yakından ilgilendiren Avrupa Birliği'ndeki durumu üzerinde durulacaktır.

1.8.1. Tarihçe

Sosyal bir varlık olarak toplum halinde yaşamaya başlayan insanlar bir takım gereksinimler neticesi sigorta kurumuna ihtiyaç duymuşlardır. Dünyada sigorta kurumunun veya bu kuruma benzer oluşumların milattan önceki yıllara dayandığı yazılı kaynaklardan anlaşılmaktadır.

Dünyada sigorta benzeri bir oluşum ilk defa Mısırlılarda görülmüştür. Mısırlı tacirlerin kendi aralarında bir sandık kurarak, bir tacirin ölümü halinde, tacirin yakınlarına yardım yaptıkları görülmektedir. Bu tarihten sonra Babil Kanunlarında, Atina Kanunlarında, Roma Kanunlarında çeşitli sigortacılık uygulamalarına rastlanmaktadır³¹.

Bugünkü sigorta şekline yakın uygulamalara ise özellikle deniz ticaretinin geliştiği yerlerde rastlanmaktadır. Giritliler, Venedikliler, Kartacalar, Yunanlar ve Romalılar arasında denizde meydana gelen riskleri prim karşılığı üzerine alan kurumlara rastlanmaktadır.

Tarihte ilk sigorta poliçesi, İtalya'nın Cenova Limanından 1347'de Majorka'ya hareket eden "Santa Clara" adlı geminin yükünü güvence altına almak maksadıyla yapılmıştır. Bu tarihten sonra sigorta karşılıklı bir akit olmaya başlamıştır. İlk sigorta şirketi de 1424 tarihinde, Cenova'da kurulmuştur. Sigortacılığın kurumsallaşp tanınması ise 1666 yılında

³¹ Murat Özbolat, a.g.e., s.32 .

Londra’da meydana gelen büyük yangından sonra olmuştur³². Bu tarihten sonra çeşitli devrelerden geçen sigortacılık bugünkü haline kavuşmuştur.

1.8.2. Dünya’da Sigorta Sektörünün Durumu

Sigorta sektörünün kapasite ve yatırımları, ekonominin ve sigorta sektörünün gelişmişliği ile yatırımlardan sağlanan gelirlere göre ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Dünya sigortacılık sektörü ekonominin gelişmiş olduğu ülkelerde yarattığı fon kapasitesi ve yatırımları bakımından büyük bir kapasiteye ve öneme sahip bulunmaktadır. Bunun ölçüleri ise; üretilen direkt prim hacmi, kişi başına prim hacmi ve üretilen primlerin GSMH’ya oranıyla ölçülmektedir³³.

2005 sonu itibarıyla Dünyada toplam prim büyüklüğü bir önceki yıla göre %3 artışla 2004 değeri olan 3.257 milyar dolardan 3.442 milyar dolara yükselmiştir. Toplam prim üretiminin 3.009 milyar dolarlık kısmı gelişmiş ülkelerde oluşurken, sigorta bilincinin tam olarak yerleşmediği gelişmekte olan ülkelerde bu miktar 433 milyar dolarda kalmıştır. Ancak, primler bir önceki yıla göre gelişmiş ülkelerde %2.5 artarken, gelişmekte olan ülkelerde artış oranı %7.5’e varmaktadır. Dünya sigorta sektöründeki büyüme 2005 yılında da özellikle gelişmekte olan ülkelere kaynaklanmaktadır. Amerika kıtasında reel primler 2004 yılına göre %2.4 azalırken, Avrupa’da %7.7 Asya’da ise %4.7 artış görülmektedir³⁴.

Dünya prim üretiminin %38.7’sini gerçekleştiren Avrupa kıtası ilk sırada yer alırken, bunu %36.2 ile Amerika ve %22.2 ile Asya takip etmektedir. Geçen senelerde olduğu gibi, hayat dışı branşlarda prim üretimi liderliğini Amerika elinde tutarken, hayat branşında Avrupa en büyük yüzdeye sahip kıtadır.

³² Murat Özbolat, **a.g.e.**, s.33.

³³ Başak Hızlı Perçem, “Sigorta Sektörünün Gelişimi, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana 2007, s.33.

³⁴ Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği 2006 Faaliyet Raporu, (Erişim)<http://www.tsrb.org.tr/NR/rdonlyres/DAC83FF8-C7F6-4B47-82E8-4288579B8CDA/3021/FaaliyetRaporu1.pdf>, 13 Haziran 2007, s.17

Dünyada primlerin Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya (GSYİH) oranı %7.5 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran %9'u bulmakta, gelişmekte olanlarda ise %3.6'da kalmaktadır. Primlerin GSYİH'ya oranının en yüksek olduğu ülke %14.5 ile Güney Afrika olup, bu ülkeyi %14.1 ile Tayvan, %12.8 ile İngiltere, %11.2 ile İsviçre ve %10.7 ile Japonya takip etmektedir.

Dünyada kişi başına düşen prim büyüklüğü ortalaması 514 dolardır. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 3.238 dolar iken, gelişmekte olan ülkelere 77 dolarda kalmaktadır. Kişi başına düşen primler Kuzey Amerika'da 3.624 dolar, Avrupa Birliği'nde ise 2.459 dolar olup, Afrika'da sadece 47 dolardır. Ülkeler bazında bakıldığında ise, Dünyada en yüksek prim üretimi 1.109 milyar dolarla ABD'de olup, bu miktar bir önceki yıla göre reel bazda küçülmesine karşın, dünyadaki toplam üretimin %32'sine denk gelmektedir. ABD'de kişi başına düşen prim üretimi 3.755 dolar olup, bu miktarın yarıdan fazlasını hayat-dışı primler oluşturmaktadır. Dünyada kişi başına en yüksek prim üreten ülkeler 5.664 dolarla İsviçre ve 4.755 dolarla İngiltere'dir.

Tablo 1.1: Dünya Sigorta Sektörü (2005)

	Prim Üretimi (milyon dolar)	2004 yılına göre reel prim artışı (%)	Dünyadaki payı (%)	Primlerin GSYİH'ya oranı (%)	Kişi başı prim (dolar)
Amerika	1.246.515	-2,4	36,21	7,77	1.410
Avrupa	1.332.319	7,7	38,70	7,83	1.519
Asya	765.238	4,7	22,23	6,89	198
Avustralya	55.865	-3,0	1,62	6,77	1.733
Afrika	42.353	7,3	1,23	4,67	47
DÜNYA	3.442.290	3,0	100	7,49	514
Sanayileşmiş Ülkeler	3.009.214	2,5	87,42	8,92	3.238
Gelişmekte olan ülkeler	433.076	7,5	12,58	3,60	77

Kaynak: Swiss Re, Sigma No 5/2006

Türkiye, 2005 yılında dünya prim üretiminde % 0,17 pay ile 88 ülke içerisinde 35'inci sırada yer almıştır. Prim üretiminin GSYİH'ye oranına göre yapılan sıralamada 69'uncu sırada yer alan Türkiye, kişi başı prim üretiminde ise 61'inciliğe yükselmektedir. Toplam prim üretimine göre Avrupa ülkeleri arasında bir değerlendirme yapıldığında ise, Türkiye, % 0,41 pay ile 19'uncu sırada yer almaktadır³⁵.

1. 8.3. Avrupa Birliğinde Sigorta Sektörünün Durumu

2005 yılında 25 üyeli olan Avrupa Birliği'nde sigorta sektörü %8.5'lik reel bir artış yakalayarak, Dünya ortalamasının ve gelişmiş ülkelerin ortalamasının oldukça üstünde büyümüş ve 1.24 trilyon dolar hacme ulaşmıştır. Bu artışta hayat branşında prim üretiminin bir önceki yıla göre %13 gibi yüksek bir oranda büyümesinden kaynaklanmaktadır.

Hayat-dışı branşlardaki reel artış oranı ise %1.8'de kalmıştır. AB'de prim hacmi Dünya prim hacminin %36'sına denk gelmektedir. Hayat branşında prim büyüklüğü 773 milyar dolar, hayat-dışı branşlarda ise 471 milyar dolardır.

Ülkeler bazında bakıldığında, AB'de en yüksek prim hacmi 336 milyar dolar ile İngiltere'de görülürken, bu ülkeyi 220 ve 198 milyar dolarla Fransa ve Almanya takip etmektedir. Polonya ve Macaristan gibi yeni AB üyesi ülkelerin prim büyüklükleri ise sırasıyla 9.4 ve 3.3 milyar dolardır.

AB'de kişi başına prim üretimi, 2005 yılında 2.459 dolar olurken, AB 15 ülkelerinde bu ortalama 2.872 dolara çıkmaktadır. AB üyesi ülkelere İngiltere'de 4.755 dolar kişi başı prim üretimi gerçekleştirilirken, bu miktar

³⁵ Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu, (Erişim) http://www.hazine.gov.tr/sdk2006/Rapor_2006.pdf, s.2

Hollanda'da 3.653, Fransa'da 3.462, Almanya'da 2.318 dolar, yeni üyelerden Macaristan'da 333, Polonya'da ise sadece 245 dolardır.

2005 yılında AB'de sigorta sektörünün Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) içindeki payı %8.42'ye yükselmiştir. İngiltere, Hollanda ve Fransa'da sigorta sektörünün GSYİH içindeki payı AB ortalamasının üzerindeyken, Polonya ve Macaristan gibi yeni üyelerde bu oran %3 ile ortalamanın oldukça altında kalmaktadır.

Avrupa Sigorta ve Reasürans Federasyonu'nun (CEA) verilerine göre, 2005 yılında sektörde istihdam azalmaya devam etmiştir. AB sigorta sektöründe 4.886 şirket faaliyet göstermekte olup, çalışan kişi sayısı 934 bindir³⁶.

Tablo 1.2: Avrupa Birliği Sigorta Sektörü (2005)

	Prim Üretimi (milyon dolar)	2004 yılına göre reel prim artışı (%)	Dünyadaki payı (%)	Primlerin GSYİH'ya oranı (%)	Kişi başı prim (dolar)
İngiltere	336.157	13,0	9,77	12,86	4.755
Fransa	220.237	9,8	6,40	10,18	3.462
Almanya	197.964	1,8	5,75	6,85	2.318
İtalya	141.357	7,5	4,11	7,39	2.225
Hollanda	59.578	-2,2	1,73	9,48	3.653
Polonya	9.446	10,3	0,27	3,11	245
Macaristan	3.363	10,7	0,10	3,08	333
AB 25	1.244.570	8,5	36,16	8,42	2.459
AB 15	1.221.340	8,5	35,48	8,70	2.872
Türkiye	5.691	8,5	0,17	1,57	78

Kaynak: Swiss Re, Sigma No 5/2006

³⁶ Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği 2006 Faaliyet Raporu, s.18 (Erişim)<http://www.tsrbsb.org.tr/NR/rdonlyres/DAC83FF8-C7F6-4B47-82E8-4288579B8CDA/3021/FaaliyetRaporu1.pdf>, 13 Haziran 2007, s.18.

Sigortacılık sektöründe kişi başına düşen prim üretimi ve prim üretiminin hayat/hayat dışı dağılımı ile GSYİH'ye oranı AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında, Türkiye'de hayat dışı sigortacılığın hayat sigortacılığından daha etkin olduğu ve sigortacılık sektörünün hızlı bir büyüme eğilimi gösterdiği, ancak GSYİH içindeki payının halen düşük olduğu görülmektedir³⁷.

1. 9. TÜRKİYE'DE SİGORTA SEKTÖRÜ

Türklerde batıdan bağımsız anlamda sigorta faaliyetleri ilk olarak Selçuklu Türklerinde ki Derbent teşkilatında görülmektedir. Bir tür nakliyat sigortası olan bu sistem, kervanlarla taşınan malların çalınması veya hasara uğraması halinde zararın devlet tarafından karşılanması esasına dayanıyordu³⁸.

Osmanlı imparatorluğunda modern anlamda sigorta işlemlerine ait ilk düzenleme 1864 tarihli Ticaret-i Bahriye Kanununda yer almıştır. Bu düzenlemeden sonra ilk sigorta şirketinin faaliyeti de bu tarihlerde Beyoğlu'nda meydana gelen büyük bir yangın neticesinde başlamıştır. Bu tarihten sonra birçoğu Avrupa orijinli irili ufaklı birçok sigorta şirketi kurulmuştur. 1893 yılında İlk Türk sigorta şirketi olan “Osmanlı Umum Sigorta Şirketi” kurulmuştur. Fakat dini etki, sigorta şirketlerinin sahiplerinin büyük çoğunluğunun gayrimüslim olması ve sosyo ekonomik etkilerden³⁹ dolayı bu yıllarda sigortacılık pek fazla gelişmemiştir.

Cumhuriyetin ilanından sonra 1925 yılında sermayesinin tamamı Türklere ait olan Türkiye İş Bankası tarafından Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi kurulmuştur. 1927 yılında Sigorta Şirketlerinin Teftiş ve Murakabesi

³⁷ Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu, (Erişim) http://www.hazine.gov.tr/sdk2006/Rapor_2006.pdf, s.2

³⁸ Uygur Temizer, “Sigorta İşletmelerinde Muhasebe Düzeninin İncelenmesi ve Tek Düzen Hesap Planı Önerisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 1995, s. 9.

³⁹ Murat Özbolat, **a.g.e.**, s. 37.

Hakkında Kanun ile Mükerrer Sigorta İnhisarı Hakkında Kanun yürürlüğe girmiştir. Reasürans yoluyla dışarıya döviz çıkmasını engellemek ve tasarruf sağlamak amacıyla 1929 yılında Milli Reasürans T.A.Ş. kurulmuştur. Bu düzenlemenin ardından 1935 yılında Güven Sigorta, 1936 yılında Ankara Sigorta, 1939 yılında ilk özel sermaye ile Doğan Sigorta kurulmuş bu şirketleri zamanla başka şirketler takip etmiş ve günümüzde bu sayı biri reasürans şirketi olmak üzere toplamda 53'ü bulmuştur⁴⁰.

Sigortacılık faaliyetlerinin millileştirilmesi amacıyla 1957 Tarihli Türk Ticaret Kanunu ve 1959 tarihli Sigorta Murakabe Kanunu yürürlüğe girmiştir. 1987 tarihinde sigortacılığı günün koşullarına uygun hale getirmek ve sigorta şirketlerinin kuruluşundan tasfiyesine kadar geçen aşamada denetlemek amacıyla Sigorta Murakabe Kanunu 3379 sayılı Kanunla değiştirilmiştir. Sigorta şirketleri 1939 yılında Sanayi ve Ticaret Bakanlığına bağlanmış, 1959 yılında sigorta sektörünün düzenlenmesi ve denetlenmesi görevi bu Bakanlık verilmiş ve 1987 yılına kadar bu Bakanlık tarafından yapılmıştır. 1987 yılından sonra ise bu görev Başbakanlığa verilmiştir. Müteakiben ise Hazine Müsteşarlığının bağlı Sigortacılık Genel Müdürlüğüne devredilmiştir.

1 Mayıs 1990 yılından sonra yapılan düzenleme ile zorunlu sigortalar hariç sigorta primleri hakkında serbest tarife sistemine geçilmiştir⁴¹.

Sigorta işletmelerinin özellikle hayat sigortalarından elde ettikleri fonları yatırım aracı olarak kullanmaktadırlar. Sigorta şirketleri bu fonlarını başta devlet tahvilleri olmak üzere tahviller, hisse senetleri, hayat poliçeleri, ipotek karşılığı ikrazat ve gayrimenkul gibi alanlara yatırarak gelir elde etmektedir. reel olarak bu fonların tutarı her yıl bir önceki yıla göre önemli derecede artış göstermektedir⁴².

⁴⁰ Başak Hızlı Perçem, **a.g.e.**, 52.

⁴¹ Murat Özbolat, **a.g.e.**, s. 41

⁴² Başak Hızlı Perçem, **a.g.e.**, s. 65 .

1.9.1. Türkiye’de Finansal Sistem İçinde Sigorta Sektörünün Yeri

Türk finans sektörünün varlıkları toplamı 2006 yılında bir önceki yıla göre %20,17 oranında artarak 564,7 Milyar YTL’lik büyüklüğe ulaşmıştır. Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü toplam finansal sektör aktif büyüklüğünün %88,5’lik gibi büyük bir bölümünü kapsadığı görülmektedir. Bankacılık sektörünün ardından menkul kıymet yatırım fonları %3,9 pay aldığı bunun ardından, üçüncü sırada yer alan sigortacılık sektörünün %3,08 gibi küçük bir paya sahip olduğu göze çarpmaktadır.

Tablo 1.3: Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü

Milyar YTL	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Aktif/GSYİH (%) (2006)
Bankalar	171.9	216.7	255	313.8	406.9	499.7	86.7
Finansal Kiralama Şir.	2.8	3.8	5.0	6.7	6.1	10.0	1.7
Faktoring Şirketleri	1.5	2.1	2.9	4.1	5.3	6.3	1.1
Tüketici Fin.Şirketleri	0.7	0.5	0.8	1.5	2.5	3.4	0.6
Sigorta Şirketleri	4.4	5.4	7.6	9.8	14.4	17.4	3.0
<i>Emeklilik Şirketleri</i>	0.0	0.0	3.3	4.2	5.7	7.1	1.2
Menkul Kıy.Aracı Kur	0.9	1.0	1.3	1.0	2.6	2.9	0.5
Menkul Kıy.Yat.Ort.	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.1
Menkul Kıy.Yat.Fon.	4.8	9.3	19.9	24.4	29.4	22.0	3.8
Gayrimenkul Yat.Ort.	0.9	1.1	1.2	1.4	2.2	2.5	0.4
Toplam	188.0	240.1	293.7	363.0	469.9	564.7	98.0

Kaynak: BDDK Finansal Piyasalar Raporu, Aralık 2006, s.27

Türk sigortacılık sektörü varlık toplamı, bireysel emeklilik ve reasürans şirketleri dahil olmak üzere, bir önceki döneme göre % 21 oranında artarak 31.12.2006 tarihi itibarıyla 18,6 milyar YTL’ye yükselirken, GSYİH’ye oranında bir değişiklik olmamıştır. 2006 yılında prim üretiminin GSYİH’ye oranında 0,1 puanlık artış olurken, bireysel emeklilik fonlarının GSYİH’ye oranında 0,3 puanlık artış olmuştur.

Tablo 1.4: Sigorta ve Bireysel Emeklilik Sektörüne İlişkin Büyüklüklerin GSYİH'ya Oranı

	2002	2003	2004	2005	2006
Sigorta/Emeklilik Sektörü Aktif Büyüklüğü*	5,8	8,2	10,5	15,4	18,6
Sigorta Sektörü Prim Üretim	3,7	5,1	6,8	7,8	9,7
Bireysel Emeklilik Fon Büyüklüğü	-	0,01	0,3	1,2	2,8
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)	276,0	359,8	430,5	487,2	576,3
Aktif Büyüklüğünün GSYİH'ya Oranı (%)	2,1	2,3	2,4	3,2	3,2
Prim Üretiminin GSYİH'ya Oranı (%)	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7
Bireysel Emeklilik Fonlarının GSYİH'ya Oranı (%)	-	0,0	0,1	0,2	0,5

*Reasürans Şirketleri Dahil

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu.

1.9.2. Türk Sigorta Sektörü Yapısal Göstergeleri

2006 yıl sonu itibariyle sigortacılık ve bireysel emeklilik sektöründe mevcut 53 şirketten 24'ü doğrudan veya dolaylı olarak yabancı ortaklıdır. Ödenmiş sermaye içinde yabancı sermayenin payı hayat dışı sigortacılık alanında % 19 iken, hayat/emeklilik alanında bu oran % 34'e yükselmektedir. Yabancı ortaklı şirketlerin toplam prim üretimi içindeki payı % 53 iken, bu oran hayat sigorta şirketlerinde % 61'e çıkmaktadır. Türkiye'de sigorta potansiyelinin yüksek olması ve sigortacılık ve bireysel emeklilik sektörünün son yıllarda gösterdiği hızlı gelişim yabancı yatırımcıları Türk sigortacılık piyasasına yöneltmektedir. Ülkelerinde sigortalılık oranı üst sınırına yaklaşmış yabancı yatırımcıların, Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapmaya yönelmesi, ülkemiz sigortacılık sektöründe 2006 yılında başlayan hareketlenmeyi 2007 yılında da devam ettirmektedir.

Tablo 1.5: Sigorta-Emeklilik Şirketleri Yapısal Göstergeleri

	2002	2003	2004	2005	2006
Şirket Sayısı	62	62	58	53	53
-Hayat Dışı Şirketler	36	35	32	31	31
-Hayat/Emeklilik Şirketleri	-	10	10	10	10
-Hayat Şirketleri	23	13	12	10	10
-Emeklilik Şirketleri	-	1	1	1	1
-Reasürans Şirketleri	3	3	3	1	1
Poliçe Sayısı (Bin Adet)	16570	19451	25313	29404	33675
-Hayat Dışı Şirketler	11697	14237	17719	21657	27019
-Hayat Şirketleri	4873	5215	7594	7747	6655
Bireysel Emeklilik Sözleşme Sayısı	-	20534	349011	725822	1208341
Acente Sayısı					15322
-Hayat Dışı Şirketler	13346	13707	14729	15884	17808
-Hayat Şirketleri	3788	3869	4079	4311	4402
Personel Sayısı	10750	11426	12140	12851	13617
-Hayat Dışı Şirketler	5784	5747	6147	6349	6913
-Hayat/Emeklilik Şirketleri	-	4393	4912	5403	5610
-Hayat Şirketleri	4754	1076	889	914	902
-Reasürans Şirketleri	212	210	192	185	192

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

2006 yıl sonu itibariyle sigortacılık ve bireysel emeklilik sektöründe, banka şubeleri hariç toplam 15.322 acente, 56 broker ve 1.734 eksper faaliyette bulunmaktadır. Sektör, şirketlerde çalışan 13.617 personelle birlikte acente, broker ve eksper olarak çalışanlar da dikkate alındığında 50 binin üzerinde kişiye istihdam sağlamaktadır.

Hayat dışı şirketler ürettikleri poliçe ve çalıştıkları acente sayısı açısından hayat/emeklilik şirketlerine göre önde olmalarına rağmen, istihdam ettikleri personel sayısı itibariyle her iki grup yaklaşık olarak eşit düzeydedirler. Bu durum, hayat/emeklilik şirketlerinde çok sayıda pazarlama elemanı istihdam edilmesinden kaynaklanmaktadır.

Türkiye’de hayat dışı şirketlerin poliçe sayısı yıllar itibariyle düzenli bir artış göstermekte iken, hayat şirketlerinin poliçe sayısı son yıllarda azalmaktadır. Bu durum, bireysel emeklilik sisteminin 2003 yılında fiilen yürürlüğe girmesi sonucu hayat sigortası yaptırmak isteyenlerin emeklilik sistemine dahil olmayı tercih etmesi ve mevcut hayat sigortalılarından bir kısmının da portföylerini emeklilik sistemine devretmesinden kaynaklanmaktadır.

Hayat dışı sigorta dallarında poliçe sayısı 2006 yılında % 24,76 oranında artış göstermişken, hayat dalındaki poliçe sayısı % 14,09 oranında azalmıştır. Diğer yandan, bireysel emeklilik sistemindeki sözleşme sayısı yukarıda açıklanan nedenlerle 2006 yılında % 66,48 oranında artmıştır.

Tablo 1.6: Aktif Büyüklüğüne Göre Yapısal Göstergeler

	Büyük Ölçekli (1 Milyar YTL ve üzeri)	Orta Ölçekli (500-1 Milyar YTL)	Küçük Ölçekli (0-500 Milyon YTL)
Şirket Sayısı	3	6	35
Acente Sayısı*	2981	4.239	14.832
Personel Sayısı	1381	3.573	8.412
Sigorta Poliçe Sayısı	4.259.466	6.350.558	23.062.553

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

*Şirketlerin çalıştığı acente sayısı

Hayat ve hayat dışı sigortacılık alanında faaliyet gösteren şirketler aktif büyüklüklerine göre sınıflandırıldığında, küçük ölçekli şirketlerin daha fazla olduğu görülmektedir.

2006 yılında üretilen poliçelerin yaklaşık % 13’ü büyük ölçekli üç şirket tarafından üretilmiş ve bu şirketlerde personel başına düşen poliçe sayısı ortalama 3.084 olmuştur. Üç büyük şirket 2.981 acente ve 1.381 personele sahiptir ki, bu durum orta ölçekli şirketlere göre daha az personel ile daha fazla acente anlamına gelmektedir.

1.9.3. Türk Sigorta Sektörü Yoğunlaşma Göstergeleri

Varlık toplamı açısından son yıllara kadar hayat sigorta şirketlerinin gerisinde olan hayat dışı sigorta şirketlerinin sektör içindeki ağırlığı, 2005 yılından itibaren enflasyon düzeltmesinin etkisiyle artmıştır. Enflasyon düzeltmesinin hayat dışı sigorta şirketlerinde daha fazla artışa yol açmasında, kuruluş tarihlerinin nispeten daha eski ve varlıklarının içinde parasal olmayan kıymetlerin daha fazla olması etkili olmuştur. Diğer taraftan, 2006 yılında hayat/emeklilik şirketlerindeki büyüme bireysel emeklilik faaliyetleri dolayısıyla hayat dışı şirketlerin büyüme oranının üzerinde gerçekleşmiştir.

Grup ayrımı yapılmaksızın aktif büyüklüğüne göre yoğunlaşma göstergeleri incelendiğinde, 2006 yılında yoğunlaşmanın azaldığı, grup ayrımında incelendiğinde ise hayat dışı grubunda ilk beş şirketin payı artarken, hayat/emeklilik grubunda azaldığı görülmektedir.

Tablo 1.7: Varlık Toplamına Göre Yoğunlaşma Göstergeleri

(Milyar YTL)	2002	2003	2004	2005	2006
Sektör Varlık Toplamı	5,4	7,6	9,8	14,4	17,5
-İlk 5 Şirketin Payı (%)	46,3	44,5	42,3	46,5	43,7
-İlk 10 Şirketin Payı (%)	66,7	65,3	64,5	67,0	63,8
Gruplara Göre Dağılım					
Hayat Dışı Şirketler Varlık Toplamı	2,6	3,7	4,9	7,8	9,1
-İlk 5 Şirketin Payı (%)	50,0	52,4	54,5	53,9	62,2
-İlk 10 Şirketin Payı (%)	79,2	80,5	81,0	86,0	84,4
H/E Şirketleri Varlık Toplamı	2,8	3,9	4,9	6,6	8,4
-İlk 5 Şirketin Payı (%)	75,0	76,7	74,2	70,1	65,5
-İlk 10 Şirketin Payı (%)	89,6	92,0	91,5	90,3	89,3

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

Sanayileşmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, prim üretimine göre Türkiye’de hayat dışı sigortacılığın hayat sigortacılığından daha etkin olduğu görülmektedir. 2005 yılında toplam prim üretiminin % 80,77’si hayat dışı sigorta şirketlerine ait iken, 2006 yılında bu oran % 82,47’ye yükselmiştir. 2004 yılından itibaren hayat sigorta şirketlerinin üretim payındaki azalışta,

bireysel emeklilik faaliyetlerine ağırlık verilmesi ve hayat sigortasından bireysel emeklilik sistemine geçişler etkili olmuştur.

Prim üretiminin gruplara göre ayrımı incelendiğinde, hayat dışı sigorta şirketlerinin ilk beş şirket ve ilk on şirket bazında üretim yoğunluklarında fazla bir değişiklik yaşanmaz iken, hayat şirketlerinde yoğunlaşmanın giderek azaldığı görülmektedir.

1.9.4. Türk Sigorta Sektörü Konsolide Bilançoları

Reasürans şirketleri dahil sigortacılık ve bireysel emeklilik sektörü 2006 yılında % 21 oranında büyümüştür. 2004 yılı öncesinde sigortacılık sektörü aktif toplamına göre hayat/emeklilik şirketleri ağırlıklı bir yapıda iken, 2005 yılında hayat dışı sigorta şirketlerinin aktiflerinde % 59 oranında büyüme yaşanması, bu grubun ağırlığının artmasına neden olmuştur. Hayat dışı sigorta şirketlerindeki bu büyümede, kuruluş tarihlerinin nispeten daha eski ve parasal olmayan kıymetlerinin daha fazla olması dolayısıyla 2005 yılı hesaplarına yansıyan enflasyon düzeltmesi etkili rol oynamıştır.

Tablo 1.8: Sigorta Sektörü Aktif Toplamı

(Milyar YTL)	2002	2003	2004	2005	2006
Hayat Dışı Şirketler	2,6	3,7	4,9	7,8	9,1
Hayat/Emeklilik Şirketleri	-	3,3	4,2	5,6	7,2
Hayat Şirketleri	2,8	0,6	0,7	0,9	1,0
Emeklilik Şirketleri	-	0,0	0,0	0,1	0,2
Sigorta ve Bireysel Emeklilik Toplamı	5,4	7,6	9,8	14,4	17,5
Reasürans Şirketleri	0,4	0,5	0,7	1,0	1,1
Aktif Toplamı	5,8	8,1	10,5	15,4	18,6

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

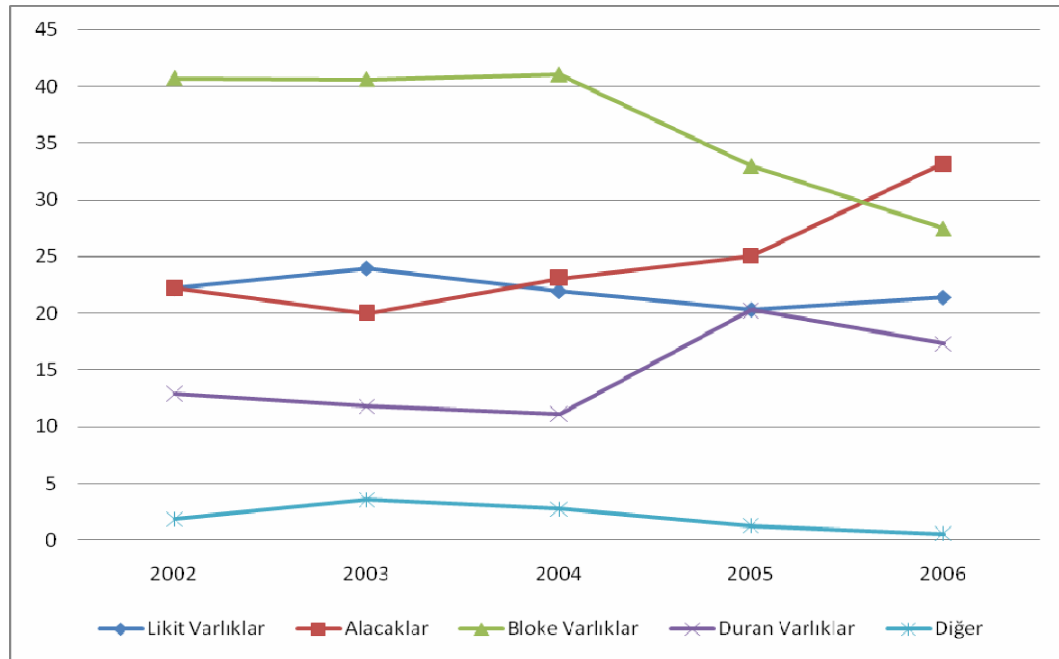
Sigorta ve bireysel emeklilik şirketlerinin bilançoları aktif bileşenleri açısından incelendiğinde, 2005 yılı hesaplarına yansıyan enflasyon düzeltmesinin burada da etkili olduğu görülmektedir.

Tablo 1.9 : Aktif Pasif Kalemleri (%)

	2002	2003	2004	2005	2006
Varlıklar					
Likit Varlıklar	22,22	23,98	21,96	20,34	21,42
Alacaklar	22,22	20,00	23,10	25,08	33,22
Bloke Varlıklar	40,74	40,64	41,06	32,99	27,47
Duran Varlıklar	12,96	11,82	11,13	20,29	17,33
Diğer	1,85	3,56	2,75	1,29	0,56
Yükümlülük/Özsermaye					
Borçlar	11,11	7,89	7,14	13,89	21,64
Teknik Karşılıklar	55,56	60,53	61,22	48,61	45,11
Özkaynaklar	29,63	27,63	25,51	36,11	31,36
Diğer	4,07	3,95	6,12	1,39	1,89

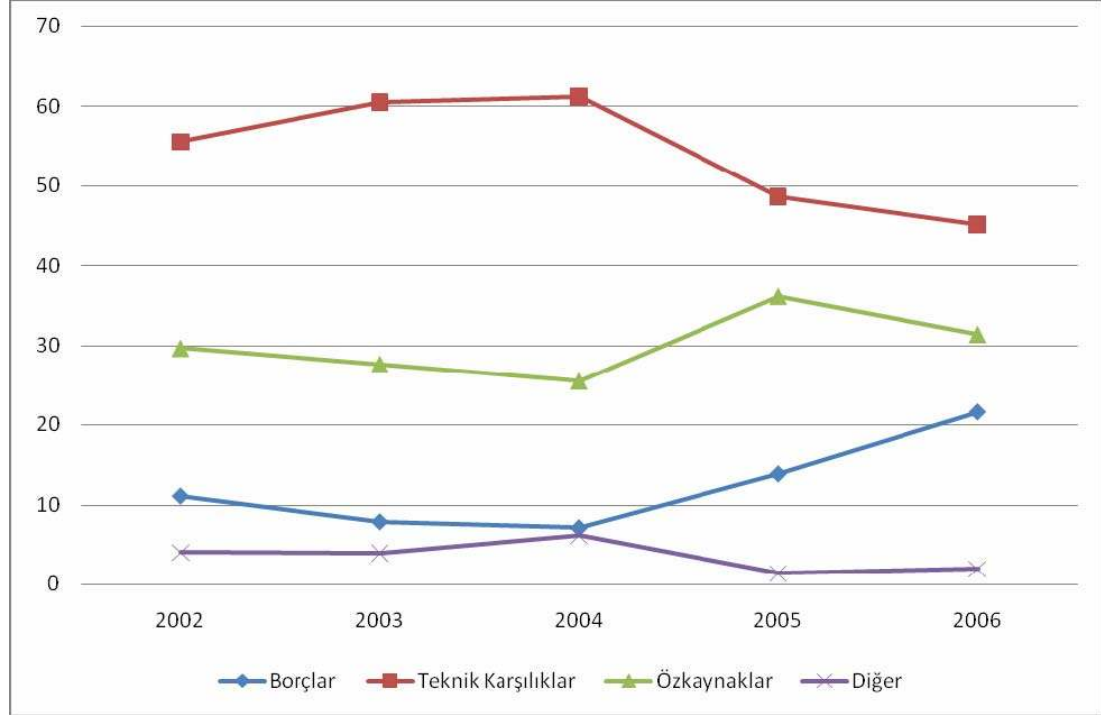
Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

En fazla düzeltme yapılan hesaplardan olan duran varlıkların toplam varlık içindeki payı 2006 yılında artmış, buna karşın likit varlıkların payında dikkat çekici bir değişiklik olmamıştır. Ancak, hayat sigortasından bireysel emekliliğe geçişler ve bireysel emeklilik faaliyetlerindeki artış dolayısıyla bloke varlıkların oransal değeri azalırken, alacakların oranı artış göstermiştir.

**Grafik 1.1: Sigorta Sektörü Aktif Dağılımı**

Yükümlülük bileşenleri incelendiğinde ise, bireysel emeklilik faaliyetlerindeki artışın etkisinin borçların oransal payındaki artışta da etkili

olduğu ve bloke varlıklardaki azalmaya paralel olarak teknik karşılıklarda da azalış olduğu görülmektedir.



Grafik 1.2: Sigorta Sektörü Pasif Dağılımı

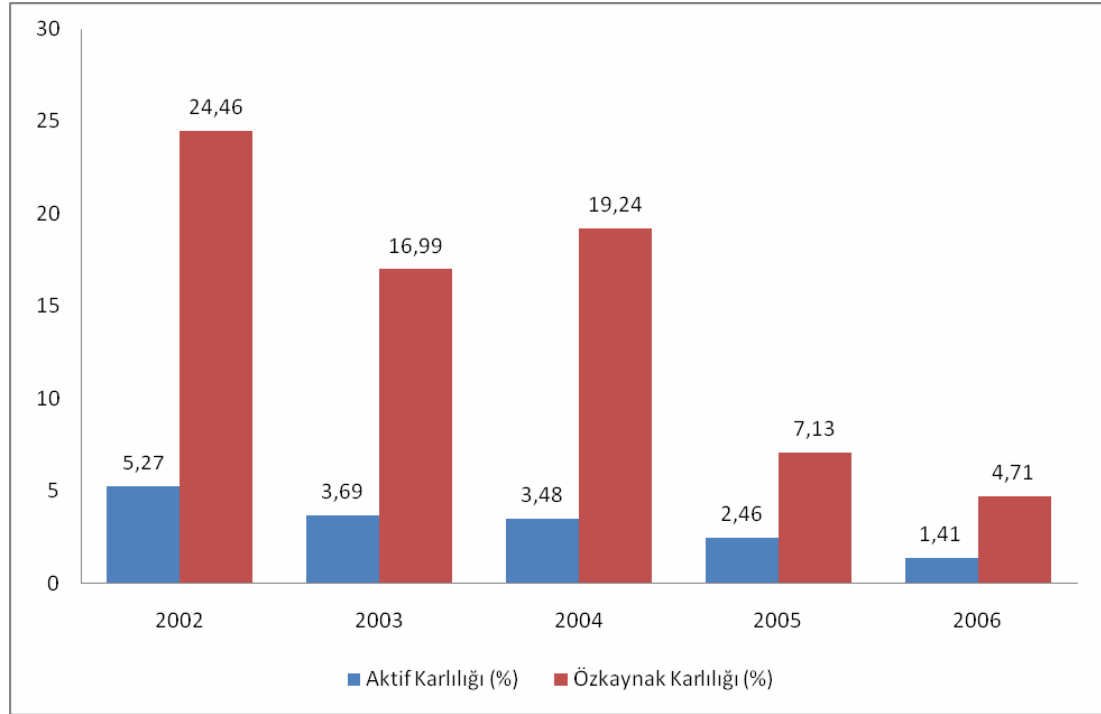
Özsermayenin yıllar itibariyle seyrinde, 2005 yılında özsermaye toplamında % 117 oranında artış olduğu, 2006 yılında ise özsermaye toplamının sadece % 4,9 oranında arttığı görülmektedir. 2005 yılında yaşanan yüksek oranlı artışta büyük ölçüde enflasyon düzeltmesi etkili olmuştur.

Tablo 1.10: Özkaynak

Milyon YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Ödenmiş Sermaye	865	1.234	1.524	3.547	3.546
Kar ve Sermaye Yedekleri	455	620	698	2.310	2.204
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	-63	-91	-138	-907	-421
Dönem Net Karı	308	300	371	379	263
Özkaynak	1.565	2.063	2454	5.329	5.592

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

Sigortacılık sektörünün varlık toplamı yıllar itibariyle artmakla birlikte, bilanço karlarındaki azalış nedeniyle aktif karlılığı düşmektedir. 2006 yılında aktif karlılığı 1 puanın üzerinde düşerek % 1,41 düzeyine gerilemiştir.



Grafik 1.3 : Aktif ve Özkaynak Karlılığı

2005 ve 2006 yıllarında, dönem karlarında yaşanan düşme ile birlikte enflasyon düzeltilmesi nedeniyle özsermayede ortaya çıkan yüksek oranlı artış özsermaye karlılığının daha yüksek oranda düşmesine neden olmuştur.

1.9.5. Türk Sigorta Sektörü Konsolide Gelir Gider Tabloları

2005 yılında Sigortacılık Tek Düzen Hesap Planı'nda yapılan değişiklik ile alınan prim ve ödenen tazminatların net olarak gösterilmesinin yanı sıra kazanılmamış primler karşılığının teknik gelirler içerisinde düzeltme kalemi olarak yer alması sonucu toplam teknik gelir ve teknik gider tutarlarında hesaben azalış olmuştur. Ayrıca faaliyet giderlerinin teknik gider unsuru olarak dikkate alınması 2005 yılı teknik dengesinde de azalışa neden olmuştur.

Hayat dışı sigorta şirketleri için teknik dengede azalış 2006 yılında da devam etmiştir. Hayat/emeklilik şirketlerinde emeklilik faaliyetlerindeki zararın etkisiyle teknik zarar söz konusudur. Reasürans şirketlerinde ise teknik dengede istikrarlı bir seyir görülmemekle birlikte, dönem karı artış eğilimindedir.

Tablo 1.11: Sigorta Sektörü Gelir Gider Hesapları

Milyon YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Hayat Dışı Şirketler					
Teknik Gelir Toplamı	5.110	6.585	9.118	4.285	5.087
Teknik Gider Toplamı	4.857	6.425	8.732	4.128	5.059
Teknik Denge	253	160	386	157	28
Yatırım Gelirleri	539	588	602	502	572
Yatırım Giderleri	611	604	718	205	289
Diğer Gelir/Giderler/Karşılıklar*	-	-	-	-178	-170
Vergi Sonrası Dönem Karı	181	144	270	276	141
Hayat Dışı Şirketler					
Teknik Gelir Toplamı	3.346	4.423	5.496	2.023	2.352
Teknik Gider Toplamı	3.159	4.199	5.233	2.088	2.361
Teknik Denge	187	224	263	-65	-9
Yatırım Gelirleri	218	278	240	231	198
Yatırım Giderleri	300	350	413	36	43
Diğer Gelir/Giderler/Karşılıklar*	-	-	-	-64	-72
Vergi Sonrası Dönem Karı	105	152	90	66	74
Hayat Dışı Şirketler					
Teknik Gelir Toplamı	654	854	1.148	640	760
Teknik Gider Toplamı	642	890	1.170	613	755
Teknik Denge	12	-36	-22	27	5
Yatırım Gelirleri	62	93	111	98	120
Yatırım Giderleri	53	54	78	68	52
Diğer Gelir/Giderler/Karşılıklar*	-	-	-	-20	-25
Vergi Sonrası Dönem Karı	21	3	11	37	48

Kaynak: Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu

BÖLÜM II

GENEL OLARAK FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

2.1. DEĞERLEME KAVRAMI

Genel anlamda değerlendirme, bir varlığın değerlendirme günündeki olası değerinin, bağımsız, tarafsız ve objektif ölçütlere göre kestirimidir.⁴³

Değer sözlük anlamıyla; “Bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet; bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, paha” şeklinde tanımlanmaktadır.⁴⁴

Mal ve hizmetlere verilen öneme “değer” adı verilir. Toplum, bir mal veya hizmetin değerini, o mal ve hizmetin sağladığı fayda, o mal veya hizmetin yeryüzünde bol veya kıt olması ve o mal veya hizmetin kalitesine bağlı olarak tayin eder. Bir mal veya hizmetin değerinin parasal ifadesine ise ‘fiyat’ adı verilir.⁴⁵

Değer kavramını ele alan teorilerden biri olan “Genel Kullanım Teorisi”ne göre, bir varlığın değeri onun kullanımına bağlıdır. Bu teoriyi destekleyen Adam Smith’e göre değer kavramı; “kullanım değeri” ve “mübadele değeri” olarak ikiye ayrılabilir.⁴⁶ Bir varlığın kullanım değeri, o varlığın tüketiciye sağladığı fayda ile ölçülürken, mübadele değeri ise varlığın diğer varlıklarla değiştirilme imkanına yani kıtlığına göre belirlenmektedir.⁴⁷ Kullanım değeri çok yüksek olan bir malın mübadele değeri sıfır olabileceği gibi, kullanım değeri çok düşük olan bir malın mübadele değeri çok yüksek

⁴³ Ahmet Aclar, Volkan Çağdaş, **Taşınmaz (Gayrimenkul) Değerlemesi**, Ankara, 2002, s.3.

⁴⁴ Güncel Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu,(Erişim) <http://www.tdk.gov.tr/sozluk.html> ,03 Ekim 2005.

⁴⁵ Kerem Alkin, Genel Ekonomi, (Erişim)<http://www.tspakb.org.tr>, 05 Mart 2005, s.2.

⁴⁶ Kuddusi Yazıcı, **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, 1997,s. 6.

⁴⁷ Kurban Ünlüöner , Ahmet Tayfun, **Ekonomi**, Nobel Yayıncılık, 2. baskı Ankara, 2007,s.7.

olabilir. Örneğin, suyun kullanım değeri elmasa göre çok yüksek iken, elmasın mübadele değeri suya göre çok daha yüksektir.⁴⁸ Kullanım değeri kişiden kişiye değişirken yani subjektif iken, mübadele değeri objektiftir.⁴⁹ Soyut ölçü olarak tanımlanan değer, malın alım satımı sırasında para karşılığı ederi, pahasına anlamına gelen fiyatla ölçülür.⁵⁰

Burada fiyat ile değer arasındaki farka kısaca değinmek faydalı olacaktır. Fiyat, bir malın, hizmetin veya emtianın değiş tokuşuna ilişkin bir kavramdır. Fiyat, bir mal için istenen, teklif edilen veya ödenen meblağdır. Değiş tokuş işlemi gerçekleştirildikten sonra ise, ister açıklansın ister açıklanmasın fiyat artık tarihsel bir gerçek niteliğine kavuşacaktır. Ödenen fiyat, arz ile talebin kesiştiği noktayı temsil eder. Değer kavramı ise, satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmetin alıcıları ve satıcıları tarafından sonuçlandırılması muhtemel fiyat anlamına gelmektedir. Değer, mal veya hizmet için alıcılar veya satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal veya hayali fiyatı temsil etmektedir. Bu nedenle, değer bir gerçeklik değil, belirli bir zaman zarfında satın alınmak üzere sunulan bir mal veya hizmet için ödenmesi olası bir fiyatın takdiridir.⁵¹

Değerin subjektif ve objektif yönü vardır. Subjektif değer kişilere göre değişir. Örneğin bir firmanın tekel olmak amacıyla rakip firmaya normalin üzerinde değer belirlemesi subjektif bir değerlemedir. Objektif değer ise, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir.⁵²

Bir varlığın değeri farklı kişi ve taraflar açısından farklılık gösterebilmektedir. Bir varlık firma veya kişilerin; ekonomik ölçek, ekonomik çalışma alanı (sektör) vb. farklı bakış açıları nedeniyle farklı değerlere sahip

⁴⁸ Kuddusi Yazıcı, **a.g.e.**,s. 6.

⁴⁹ Kurban Ünlüönen , Ahmet Tayfun, **a.g.e.**8,

⁵⁰ Ahmet Açlar, Volkan Çağdaş, **a.g.e.**,s3.

⁵¹ Introduction to International Valuation Standarts 1, 2, and 3, International Valuation Standarts, Seventh Edition, 75.

⁵² Kuddusi Yazıcı, **a.g.e.**,s.7.

olabilir.⁵³ Bir varlığın değeri; varlığın öngörülemeyen fayda ve zararları, piyasa genelindeki dalgalanmalar, alıcı ve satıcıya özgü nedenlerden ötürü doğru algılanamayabilmektedir.⁵⁴

2.2. FİRMA DEĞERLEMESİ

Firma değeri kavramı, genellikle, firmaya ait tüm hisse senetlerinin toplam değeri ile eşanlamı olarak kullanılmaktadır. Öz olarak, firma değeri ile hisse senetlerinin toplam değeri birbirinden farklı tanımlardır. Firma değeri, firmanın faaliyetlerinin değeridir. Örneğin, firmanın tek aktifi bir fabrika ise, firma değeri bu fabrikanın piyasa değerine eşittir. Ancak, fabrikanın tek sahibi hissedarlar değildir. Hissedarların yanında firmaya borç verenlerin de aktifler üzerinde hakları söz konusudur. Dolayısı ile firma değeri, hem hissedarların değerini hem de borç verenlerin değerini birlikte ifade etmektedir. Bununla birlikte, firma değerlendirme yöntemlerinin nihai olarak hisse senedi değeri hesaplamaya yönelik olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.⁵⁵

Bu çalışmada hissedar ve borç verenlerin toplam değerini ifade etmek üzere “firma değeri” kavramı, sadece hissedarların değerini ifade etmek üzere “hisse senedi değeri” veya hisse senetlerinin toplam değeri için “özsermaye değeri” kavramları kullanılacaktır.

Firma değeri ve özsermaye değeri arasında ilişki kurulmak istenirse, basit bir anlatımla “firma değeri eksi borçlar” özsermaye (hissedar) değerini vermektedir.⁵⁶

⁵³ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, İstanbul , 2005,s.5-6.

⁵⁴ Nurgül Chambers, **a.g.e.**,s. 6.

⁵⁵ Kerem Şenel ve Serhat Yanık, **Temel Finans Matematiği Değerleme Yöntemleri Muhasebe ve Mali Analiz** , Ekim 2004, s.50.

⁵⁶ Andrew Black v.d., **Hissedar Değeri Arayışı**, İstanbul, 1998, s.12.

Firma değerlemesinin amacı, firmanın (ve bunun yanında hisse senedinin) uygun ve makul değerinin tespit edilmesidir.⁵⁷ 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, kar dağıtım politikası, firmanın yönetim kadrosu gibi bir çok faktör etkilemektedir.⁵⁸

2.3. FİNANSAL DEĞERLEMEDE DEĞER KAVRAMLARI

Firma değerlemesi konusunu kavrayabilmek için öncelikle firma değerlemesinde kullanılan farklı değer kavramlarının açıklanmasına ihtiyaç vardır:

a) Nominal Değer: Toplam sermayenin hisse sayısına bölümü sonucunda bulunan, sermaye hesabındaki ilk kayıtlara esas teşkil eden ve esas sözleşmede belirtilen hisse değeridir⁵⁹. 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 şeklindedir⁶⁰.

b) Defter Değeri (Muhasebe Değeri): Firmanın bilançosundaki aktif toplamından borçların düşülmesi ile bulunan değerdir. Bir hisse senedinin defter değeri ise bilançoda yer alan özsermaye tutarının çıkarılmış (ödenmiş) hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

⁵⁷ Kuddusi Yazıcı, **a.g.e.**, s.7.

⁵⁸ İsmet Aksöyek, "Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 1994,s. 56-99.

⁵⁹ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menku İ Kıymetler** ,Alfa Yayınları,2004,s. 450.

⁶⁰ **Hisse Senedi Piyasaları**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği, Kasım 2007, s.9.

Hisse senedinin defter değeri hesaplamasında nakit akışları dikkate alınmadığından bu hesaplama kolaylıkla yapılabilir. Ancak değişik tertiplerde (A tertip, B tertip gibi) hisse senetlerine sahip firmalarda her bir tertip hisse senetleri için defter değerini hesaplamak kolay olmamaktadır.⁶¹

c) Tasfiye Değeri: Firmanın tasfiyesi halinde varlıklar paraya çevrilip borçlar ödendikten sonra kalan değerdir, bu değer hisse senedi sayısına bölündüğünde bir adet hisseye düşen tasfiye değeri hesaplanmış olur.

Tasfiye değeri faaliyeti sona eren işletmeler için anlamlı bir değer olarak düşünülebilir. Faaliyetine devam eden işletmelerin değeri sinerji etkisi nedeniyle parçaların değerinin toplamından daha yüksek olur.⁶²

d) İşleyen Teşebbüs Değeri: Firmanın işler durumda iken bir bütün halinde satılması durumunda ortaya çıkan değere işleyen teşebbüs değeri denilmektedir. Bir hisse senedinin işleyen teşebbüs değeri işlerlik varsayımıyla hesaplanan özsermayesinin hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.

İşleyen teşebbüs 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 entellektüel varlıkların da değere olan etkisi dahil edilmektedir.

e) Pazar Değeri: Hisse senedinin sermaye piyasasında oluşmuş fiyatına pazar (piyasa) değeri denmektedir. Bir varlığın piyasa fiyatından

⁶¹ Ahmet Aksoy, **Menkul Kıymet Yatırımlarının Analizi**, Ankara, 1988, s.152.

⁶² Ahmet Aksoy, **a.g.e.**, s.152.

söz edilebilmesi için piyasa tarafından bilinen rahatlıkla alım ve satımının yapılabildiği bir ortamın olması gerekmektedir. Eğer varlık borsaya kote olmuş ise onun piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olmaktadır.⁶³ Piyasa değeri firmanın faaliyet sonuçlarına göre oluşsa da, faaliyetlerle ilgili beklentiler de piyasa değerine yansımaktadır.⁶⁴

Bir pazar, içinde mal ve hizmetlerin bir fiyat mekanizması aracılığıyla alıcılar ve satıcılar arasında alım satımının yapıldığı bir ortamdır. Pazar kavramı, alıcılar ile satıcıların herhangi bir kısıtlama olmaksızın faaliyetlerini gerçekleştirebilmelerini ifade etmektedir.

Uluslar arası Değerleme Standartları'na göre Pazar değeri şu şekilde tanımlanmaktadır: “Bir varlığın uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.”⁶⁵ Pazar Değeri kavramı, değerlendirme tarihinde gerçekleşmekte olan bir fiili işleme bağlı değildir. Pazar Değeri daha ziyade Pazar Değeri tanımını oluşturan koşullar çerçevesinde değerlendirme tarihinde bir satışın gerçekleşeceği fiyatın bir tahminidir.⁶⁶

f) Gerçek Değer: Bir hisse senedinin sahip olunan tüm bilgileri içerdiği varsayımıyla olması gereken değeri gerçek değer olarak

⁶³ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, **Degere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005,s.119.

⁶⁴ Ahmet Aksoy,**a.g.e.**, s.153.

⁶⁵ IVS 1- Market Value Basis of Valuation, International Valuation Standarts Seventh Edition 2005, s.81.

⁶⁶ IVS 1- Market Value Basis of Valuation, International Valuation Standarts Seventh Edition 2005, s. 87.

adlandırılmaktadır. Finansal varlıkların gerçek değeri bir anlamda hesaplanan değil piyasa taraflarınca aranan değerdir.⁶⁷

Sermaye piyasalarında fiyatlar ilgili hisse senedine ilişkin arz ve talebine göre oluşmaktadır. Hisse senedinin piyasa fiyatında gerek piyasa koşullarında gerekse makro ekonomik dengelerde meydana gelen değişiklikler sonucunda dalgalanmalar olabilmektedir. Kuramsal olarak hisse senedinin uzun dönemde gerçek değeri bulması beklenmektedir. Piyasa değerinin belirlenen gerçek değer üzerinde olması durumunda hisse senedinin primli, aksinde ise iskontolu olduğundan söz edilebilir. Piyasa değerinin gerçek değeri yansıtıp yansıtmadığı, piyasaların etkinliğiyle ilgilidir. Piyasalar tam olarak etkin olduğu durumda, piyasa fiyatı gerçek değeri yansıtmaktadır.

2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNDE DİKKATE ALINMASI GEREKEN FAKTÖRLER

Firma değerlemesi sırasında göz önünde bulundurulması gereken faktörler şunlardır:⁶⁸

a) Firmanın hukuki şekli ve firmanın geçmişi: Değer, gelecekte sahip olunacak mülkiyetten elde edilecek kazançlarda yattığından, firmanın gelecekte sağlayacağı nakitlere ilişkin beklentilerine yol göstermesi açısından geçmiş dönem bilgileri önemlidir.

b) Değerleme konusu firmayı etkileyebilecek sistematik risk unsurları: Siyasi görünüm ve hükümet politikaları, döviz kurları, enflasyon ve

⁶⁷ A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayınları:119, Nisan 2004, İstanbul, s.6.

⁶⁸ Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, s. 215-217.

faiz oranları gibi sistematik risk unsurları, ekonominin farklı sektörlerinde faaliyetlerini sürdürmekte olan firmaları değişik şekillerde etkileyebilmektedir.

c) Değerleme konusu firmayı etkileyebilecek nitelikte olan belirli bir sektörün görünümü ve içinde bulunduğu durum: Değerleme konusu firma faaliyetleri başka bir sektörün durumu etkilemekteyse, ilgili sektörün ekonomik görünümünün incelenmesi gerekir.

d) Firmanın finansal durumu, aktifleri, pasifleri ve özsermayesi: Firmanın sermaye yapısı, özkaynak ve yabancı kaynaklarının yapısı başka bir ifade ile firmanın finanslama politikaları ile aktiflerinin yapısı (yatırım politikaları) firma değeri fonksiyonunu etkileyen temel değişkenlerdir.

e) Firmanın gelirleri ve temettü ödeyebilme kapasitesi: Firma değeri finanslama politikaları, yatırım politikaları ve buna ek olarak temettü politikalarının bir fonksiyonudur.

f) Firmanın maddi olmayan varlıklara sahip olup olmaması: Maddi olmayan varlıkların bünyesinde; Maddi olmayan değer, patent, ticari marka, telif hakları, know-how, veri tabanları vb. nitelikteki tanımlanabilir unsurlar yer alır. “Şerefiye de maddi olmayan varlıklar arasında yer almaktadır. Değerleme sırasında firma maddi olmayan varlıklara sahip ise; bu tanımlanabilir nitelikteki maddi olmayan varlıkların değerinin tamamen firma değerine yansıtılması sağlanmalıdır.

g) Değerleme konusu firmanın mülkiyet haklarında daha önce gerçekleştirilmiş işlemler.

h) Değerlendirilecek mülkiyet hakkının göreceli büyüklüğü

ı) Kontrol seviyeleri ve kontrolsüzlük durumları: Bazı durumlarda etkin kontrol, oy kullanma hakkının %50'sinden azına sahip olursa bile sağlanabilmektedir. Ancak bazı durumlarda oy kullanma hakkının %50'sinden fazlasına sahip olursa bile sınırlamalar söz konusu olabilmektedir. Eğer bir kişi, oy kullanma haklarının %50'sinden fazlasına sahipse ve işletmenin de kontrolü bu kişinin elindeyse, firmanın tasfiyesi için (yani, firma sona erdirilmeden önce her şeyin belli bir düzene sokulması için) %50'den fazla oya gerek duyulmasını ve tüm sahiplerin onay verdiği bir oylamanın yapılmasını zorunlu kılacak muhtelif sınırlayıcı işlemler olabilir.

Değerleme Uzmanının, firmanın bulunduğu ülkenin yasalarından kaynaklanan yasal sınırlamalar ve durumlardan haberdar olması önemlidir.

i) Diğer piyasa verileri: Alternatif yatırımların getiri oranları, kontrol gücünün avantajları, likidite eksikliğinin dezavantajlarının da firma değerlemesinde göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

j) Halka açık olan hisselerin piyasa fiyatları, firma haklarının elde edilmesi için ödenen bedeller ve aynı veya benzer faaliyet alanlarında faaliyetlerini sürdüren işletmelerin bilgileri: Genelde, özellikle de alım işlemlerinde, yeterli bilginin temini güç hatta imkansızdır. Her ne kadar fiili işlem fiyatı biliniyor olsa da Değerleme Uzmanı, satıcı tarafından hangi garantilerin ve tazminatların verilmiş olduğunu, karşılıklı hangi şartların koşulduğunu, alım öncesinde firmadan nakit çıkışı olup olmadığını veya başka bir varlığın alınıp alınmadığını veya işlem üzerindeki vergilendirme etkisinin ne olduğunu bilemeyebilir.

Karşılaştırılabilir nitelikteki veriler her zaman dikkatli bir şekilde kullanılmalıdır ve zorunlu olarak da çeşitli ayarlamaların yapılmasına ihtiyaç

duyulmaktadır. Halka açık hisselerin piyasalarda gerçekleşen işlemlerini yansıtan piyasa fiyatları kullanılırken, bunların küçük yatırımcıların elindeki varlıkların konu olduğu işlemlerin oluşturduğu fiyatları yansıttığını unutmamalıdır. Bir firmanın tamamının elde edilmesi için ödenen bedel, firmanın %100'ünü temsil etmektedir. Farklı kontrol seviyelerinden kaynaklanan farklılıklar için ayarlama yapılması gerekir.

2.5. FİNANSAL TABLOLAR VE DÜZELTME İŞLEMLERİ

Firmanın değeri tespit edilirken firmanın geçmiş finansal tablolarından faydalanılmaktadır. Ancak bu tablolardan yararlanırken bazı düzeltme işlemlerinin yapılması gerekir. Finansal tablolarının analiz ve düzeltmelerin üç hedefi vardır:⁶⁹

- a) Firmanın faaliyet riski ve gelecekteki performansını değerlemek amacıyla zamanla oluşan eğilimler de dahil olmak üzere gelir tablosu ve bilançoda mevcut olan ilişkileri anlama
- b) Risk ve değer parametrelerini belirlemek amacıyla benzer firmalarla karşılaştırma
- c) Firmanın ekonomik özelliklerini ve beklentilerini tahmin etmek için geçmiş finansal tabloların düzeltilmesi

Bir firmanın sahip olduğu ekonomik özellikleri ve bu firma hakkındaki riski anlamaya yardımcı olması açısından finansal tablolar,

- 1) Nakit analizine,
- 2) Yüzde yöntemi ile analizine ve
- 3) Oran yöntemi ile analize tabi tutulmalıdır.

⁶⁹Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 217-218.

Nakit analizi, belirli bir dönemde firma hakkındaki gelir ve gider hesapları arasındaki trendleri ve ilişkileri tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu trendler ve ilişkiler, firmanın gelir akışını sağlamasını temin etmek amacıyla gerekli olan sermaye ile birlikte gelecekteki tahmini gelir akışını değerlemek için kullanılır.

Yüzde yöntemi ile analiz, finansal tablolarda yer alan her kalem aynı tabloda yer alan belirli bir kaleme veya toplam kısmına oranlanmakta ve bulunan bu yüzdelerle ifade edilmektedir. Örneğin bilançoların yüzde yöntemi ile analizinde, aktif toplamı 100 kabul edilerek her bir kalemin toplama oranı hesaplanmaktadır. Diğer yandan gelir tablosunun yüzde yöntemi ile analizinde net satışlar 100 kabul edilmekte ve gelir tablosu kalemlerinin net satışlara oranı hesaplanmaktadır.⁷⁰ Yüzde yöntemi ile analiz, ilişkilerdeki, yani değerlemesi yapılan firmanın zaman içindeki gelir ve gider kalemleri arasındaki veya bilanço tutarları arasındaki ilişkilerdeki eğilimleri ve benzer firmalardaki eğilimleri karşılaştırmak için kullanılır.

Oran yöntemi ile analiz tekniğinde, finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya birkaç katı olarak belirtilmektedir. Bu yöntemde finansal tablo kalemleri arasında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle; firmanın ekonomik ve mali yapısı ile karlılık, çalışma durumu hakkında bir kanıya ulaşılmaya çalışılmaktadır.⁷¹ Bu teknik ayrıca değerlendirme konusunu oluşturan firmanın göreceli riskini benzer nitelikteki firmalarla karşılaştırmak amacıyla kullanılır.

Bir firmanın Piyasa Değeri tahmini için hem gelir akımının hem de bilançosunun ekonomik performansına daha yakın bir tespitte bulunmak amacıyla firmanın finansal kayıtları üzerinde ortak düzeltmeler yapılır.

⁷⁰ Nalan Akdoğan, Nejat Tenker, **Finansal Tablolar ve Analiz Teknikleri**, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1997, s.492.

⁷¹ Nalan Akdoğan, Nejat Tenker, **age**, s.526.

Finansal tablo düzeltmeleri, değerlendirme süreciyle ilgili olan ve bu değerlendirme süreci için önemli olan raporlanmış finansal bilgiler üzerinde yapılmalıdır. Düzeltmeler, aşağıdaki nedenlerden dolayı uygun olabilir:⁷²

- a) Sürdürülen faaliyetlerin geleceğe ilişkin beklentileri doğru yansıtmaya yönelik olarak gelir-gider dengesini düzeltmek,
- b) Değerleme konusu firmanın güncel finansal verilerini yansıtmaması ve diğer firmaların finansal verileriyle tutarlı bir şekilde karşılaştırılmasına olanak sağlamak,
- c) Raporlanan değerleri Piyasa Değerleri olarak düzeltmek,
- d) Faaliyet dışı aktifler ve yükümlülükler ile diğer ilgili gelir ve giderler için düzeltme yapmak
- e) Esas faaliyet olmayan gelir ve giderler için düzeltme yapmak

Bir düzeltmenin uygun olup olmadığı, değerlemesi yapılan mülkiyet hakkının sahibinin kontrol derecesine bağlı olabilir. Sahiplerinin birçok unsuru değiştirebilme yetkisinin olmadığı azınlık haklarının değerlemesinde potansiyel düzeltmeler için dikkatli davranmak gerekir.

Sıkça karşılaşılan düzeltmeler şu şekilde sıralanabilir:

- a) **Tekrarlanmayan olayların gelir tablosu ve bilanço üzerindeki etkisinin giderilmesi:** Bu tür düzeltmelerin genelde hem çoğunluk hem de azınlık haklarının değerlemesinde kullanılması uygundur. Tekrarlanmayan olaylara örnek olarak; olağan dışı grevler, yeni bir tesisin çalıştırılmaya başlanması, sel, hortum, vb. meteorolojik olaylar gösterilebilir.
- b) **Kontrolü elinde bulunduran bir hissedarın hakkının değerlemesinde faaliyet dışı kalemlerin etkisinin bilanço ve gelir**

⁷² Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 218-222.

tablosundan kaldırılması: Azınlık konumundaki hissedarın hakkı değerlendirilirken bu düzeltmeler uygun olmayabilir. Eğer faaliyet dışı kalemler, bilançoda yer almaktaysa bu kalemler bilançodan çıkartılmalı ve faaliyetlerini sürdürmekte olan firmadan ayrı olarak değerlendirilmelidir. Faaliyet dışı kalemler, piyasa fiyatı üzerinden değerlendirilmelidir. Vergi düzeltmelerine de gerek duyulabilir. Satış maliyetleri de ayrıca hesaba katılmalıdır. Gelir tablosunda yapılan düzeltmeler, vergi etkileri de dahil olmak üzere faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanan gelir ve giderlerin çıkartılması da dahil olmalıdır. Faaliyet dışı kalemlere, ihtiyaç fazlası personel, ihtiyaç dışı varlıklar, ihtiyaç fazlası varlıklar örnek gösterilebilir.

- c) **Amortisman Düzeltmesi:** Raporlanmış finansal tablolarda vergi kanunlarına göre veya muhasebe açısından ekonomik ömre göre ayrılan amortismandan ziyade benzer nitelikteki firmalarda kullanılan amortisman ile daha doğru bir şekilde karşılaştırılabileceğinden bu yönde bir düzeltme yapılması gerekebilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.
- d) **Stok hesaplarının düzeltilmesi:** Değerleme konusu firmadan farklı bir esasa göre tutulmakta olan benzer nitelikteki firmalarla daha doğru bir şekilde karşılaştırılması veya firmanın performansını daha doğru bir şekilde yansıtması için düzeltilmesi gerekebilir. Stok düzeltmelerinin, gelir tablosu ve bilanço göz önünde bulundurulurken farklı olabilme ihtimali vardır. Örneğin, ilk giren ilk çıkar yöntemi *Pazar Değeri* esaslı bir bilanço oluştururken stokun değerini en doğru şekilde temsil eden bir yöntem olabilir. Ancak, gelir tablosu incelenirken son giren ilk çıkar yöntemi de enflasyon veya deflasyon yaşanan ortamlarda gelir seviyesini en doğru şekilde gösteren yöntem olabilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.
- e) **Kıdem tazminatının düzeltilmesi:** Mal sahiplerine yönelik tazminatın da işçilerin harcadıkları iş gücünü yerine koymak için katlanacakları piyasa maliyetini yansıtacak şekilde düzeltilmesi gerekebilir. İhtiyaç fazlası personelin kıdem tazminatının göz önüne alınması gerekebilir.

Vergi düzeltmelerinin yapılması gerekebilir. Hizmet sözleşmelerinin kıdemli personelin sözleşmelerinin feshedilme bedeli (sözleşmede yazan değeri aşabilecek tutar) nedeniyle dikkatli bir şekilde incelenmesi gerekebilir.

- f) Kiralanmış, kiraya verilmiş veya ilgili taraflarla bir başka şekilde sözleşme yapılmış kalemlerin maliyetinin Pazar Değeri ödemelerini yansıtabilecek şekilde düzeltilmesi gerekebilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.

Bu düzeltme işlemlerinin yapılabilmesi için firma içinden bilgi sağlanması gerekmektedir. Bu çalışmada ele alınan firmalarda bu düzeltmeler göz ardı edilmiştir.

2.6. FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Hisse senetlerinin değerlemesi onun gerçek değerinin bulunmasını amaçlamaktadır. Bir hisse senedinin gerçek değeri etrafında bir değere sahip olacağı ve eğer piyasa fiyatı gerçek değerinden sapsa bile belirli bir zaman içinde tekrar gerçek değerine geleceği kabul edilmektedir. Etkin pazarlarda ise gerçek değer ile piyasa değeri birbirine eşittir.⁷³

Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken firmanın değerini hesaplamaları ve diğer firmaların piyasa fiyatlarıyla karşılaştırmaları gerekmektedir.

Uluslar arası Değerleme Standartlarına göre firma değerlendirme yaklaşımları üçlü bir sınıflamaya tabi tutulmaktadır⁷⁴:

1) Pazar Yaklaşımı (Market Approach)

2) Gelir İndirgeme Yaklaşımı (Income Capitalisation Approach)

3) Varlık Temelli Yaklaşım (Asset-Based Business Valuation Approach)

⁷³ Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara 2001, s. 333.

⁷⁴ Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 222-227.

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu firmayı, piyasada satışı gerçekleşmiş benzer nitelikteki firmalarla karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki firmalarla yapılan karşılaştırmaların belirli 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 hesaplanmaktadır⁷⁵. Bu oranlara Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç Oranı, Fiyat/Satışlar Oranı vb. örnek verilebilir.

Gelir indirgeme yaklaşımı, bir firmanın, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. İndirgenmiş nakit akışı analizi ve temettü yaklaşımı, gelir yaklaşımı içinde yer almaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışı analizi ve temettü yaklaşımında nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu akımlar daha sonra bugünkü değer teknikleri kullanılarak uygun bir iskonto oranı ile değere dönüştürülür. Tahmini gelir veya nakit, nominal olarak ifade edilirken nominal iskonto oranı kullanılmalıdır. Diğer yandan tahmini gelir veya nakit reel olarak ele alınıyorsa da reel iskonto oranı kullanılmalıdır⁷⁶. Nakit akımları nominal fiyatlarla belirlenecekse, nakit akımlarını bugüne indirmede kullanılacak olan iskonto oranının enflasyon beklentisini içermesi gerekir⁷⁷.

Varlık esaslı yaklaşım ise ikame prensibine dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenileme maliyetinden daha fazla olmayacaktır. Varlık esaslı yaklaşımın

⁷⁵ Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 222-223.

⁷⁶ Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 224-225.

⁷⁷ Mustafa Gözen, "İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi", Basılmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2001, s. 87.

uygulamasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçların pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır⁷⁸.

Aşağıda Pazar yaklaşımı ve gelir indirgeme yaklaşımı içinde değerlendirilen yöntemlerden bazıları genel hatlarıyla ele alınacaktır.

2.6.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemleri

Bu yöntemlerde muhasebe verileri ve hisse senedinin piyasa değeri arasında bir ilişki kurulmaktadır. Bu yöntemler, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi, Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi, Piyasa Değeri/Satış Oranı Yöntemi, Piyasa Değeri/Duran Varlık Oranı Yöntemi, Piyasa Değeri/Faaliyet Karı Oranı Yöntemi şeklinde sıralanabilir.

Bu yöntemlerde değerlendirme yapılırken hisse senedinin piyasa değeri ile hangi performans ölçüsünün ilişkilendirileceği önem kazanmaktadır. Bu yöntemlerden uygulamada fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı yöntemleri daha çok kullanılmaktadır.⁷⁹

2.6.1.1. Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı Yaklaşımı

Yatırımcıların ve finansal analistlerin değerlendirme yaparken Piyasa Değeri-Defter Değeri katsayısı yaygın olarak kullandıkları bir katsayıdır.

⁷⁸ Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005, 226.

⁷⁹ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, **a.g.e.**,s.122.

Bu katsayının 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 tanınmasıdır.⁸⁰

Piyasa değeri firmanın gelecekte beklenen nakit akımlarını yansıtırken, defter değeri tarihi maliyetleri yansıttığından bu değerlendirme yöntemi sağlıklı sonuçlar vermez. Ayrıca, firmaların muhasebe uygulamaları ve bunların etkileri konusunda detaylı bilgiye sahip olmadan bu farklılıkları giderebilmek için yapılacak düzeltmelerin de sağlıklı olmayacağı açıktır.⁸¹

PD/DD katsayısına göre yapılacak değerlemede diğer önemli bir husus ise firmalar arasındaki muhasebe uygulamaları ve temettü dağıtım politikaları farklılıklarıdır.⁸²

Muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar, sonuç olarak özsermaye tutarının önemli ölçüde farklılaşmasına yol açmaktadır. 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 karlarını değiştirerek özsermayelerinin de tutarını değiştirmektedir. Dolayısıyla özsermaye defter değeri de değişmektedir. Defter değerini önemli ölçüde değiştiren bu farklılıklar dikkate alınmadan yapılacak değerlemelerin sağlıklı olması mümkün değildir.

⁸⁰Metin Kamil Ercan, Aycan Üreten, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi,2000,s.132.

⁸¹ Metin Kamil Ercan, Aycan Üreten, **a.g.e.**,s.132.

⁸² Metin Kamil Ercan, Aycan Üreten, **a.g.e.**,s.132.

2.6.1.2. Fiyat Kazanç Oranı Yaklaşımı

Fiyat/Kazanç oranı katsayıları, hisse senedi değerlemesinde piyasa analistleri tarafından en yaygın olarak kullanılan katsayılardır. Bunun nedeni hesaplanmasındaki basitlik ve borsa bültenlerinde günlük yayınlanmasıdır. F/K katsayısı karların çok düşük olduğunda veya zarar gerçekleştiğinde geçerliliğini yitirmektedir. Firmanın düşük tutarda kar etmesi durumunda F/K katsayısı çok yüksek olarak hesaplanmaktadır. Zarar edilmesi durumunda ise negatif olarak hesaplanmaktadır.

2.6.2. Gelir İndirgeme Yaklaşımı Yöntemleri

Bu yöntemlerde gelecekte elde edilecek nakitlerin veya karların bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi söz konusu olup, pazar yaklaşımı yöntemlerine göre daha kapsamlı bir çalışma ve analiz gerektiren yöntemlerdir.

Bu yöntemler; temettü yaklaşımı, özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı, firmaya serbest nakit akımları yaklaşımı ve ekonomik katma değer yaklaşımı şeklinde sıralanabilir. Firmaya serbest nakit akımları yaklaşımı ve ekonomik katma değer yaklaşımı firma değerinin tespitinde kullanılırken, temettü yaklaşımı, özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı özsermaye değerinin tespitinde kullanılır.

Gelir indirgeme yaklaşımı yöntemlerinde, gelecekteki nakitlerin belirlenmesi ve iskonto oranının belirlenmesi önem kazanmaktadır. Bu modellere geçmeden önce iskonto oranı olarak kullanılan borcun maliyeti, özkaynak maliyeti ve bu iki maliyeti de kapsayan sermaye maliyeti kavramlarına değinilmesi gerekir.

2.6.2.1. Sermaye Maliyeti ve Firma Değerine Etkisi

Firmaların mal ve hizmet üretimi yapabilmeleri için varlık edinmeleri gerekmektedir. Firmaların varlık edinmesi için de fona ihtiyaçları vardır. Firmalar başlıca iki kaynak türü ile fon sağlarlar. Bunlar borç ve özsermayedir.

Borç belirli bir vade ve faiz oranı ile elde edilen bir kaynak türüdür. Diğer yandan özsermaye ise işletme ortaklarının işletmeye koymuş oldukları sermaye ve işletmenin dönem içinde yarattığı fonlardan oluşmaktadır.

Kaynak olarak elde edilen borç ve özsermaye arasında değişik açılardan farklılıklar şu şekilde özetlenebilir: ⁸³

- a) **Vade :** Borç şeklinde elde edilen kaynakların belirli bir vadesi varken, özsermaye niteliğindeki kaynaklarda vade yoktur.
- b) **Gelirin Kesinliği:** Firmaya borç şeklinde kaynak kullandıranların elde edecekleri gelir (faiz) baştan belirli ve kesindir. Oysa özsermaye niteliğinde fon kullandıranlar açısından böyle bir belirlilik söz konusu değildir.
- c) **Gelirden Pay Alma:** Firma varlıklarından elde edilecek gelirlerden öncelikle borç verenler pay alırken, kalan tutar özsermaye sahiplerine kalmaktadır.

⁸³ İsmet Aksöyek, a.g.e., s..

- d) **Firma Varlıkları Üzerindeki Haklar:** Firmanın varlıklarını özsermaye sahiplerinin tayin ettiği yöneticiler mal ve hizmet üretiminde kullanırlar. Firma borç verenlere karşı yükümlülüklerini zamanında yerine getirdikçe, borç verenlerin firma varlıkları üzerinde herhangi bir talebi olamaz. Ancak, firma borçlara ilişkin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmez ise, borç verenler firmanın varlıklarına el koydurabilirler. Diğer yandan, firma herhangi bir nedenle sona erdiği zaman, tasfiye sürecinde varlıklar nakte dönüştürülür, bu nakitlerden öncelikle borç verenler pay alır, kalan tutar olursa özsermaye sahipleri pay alır.
- e) **Yönetimde Söz Hakkı:** Teorik olarak firma yönetimini özsermaye sahipleri belirler ve firma yönetim kararları borç verenlerden bağımsız olarak alınır. Ancak pratikte borç verenlerin de bazen firmanın alacağı kararlara katıldıkları görülmektedir.

Firmanın elde ettiği kaynaklar arasındaki farklılıklar topluca gözden geçirildiği zaman, firmaya kaynak kullandıranlardan borç verenlerin, özsermaye sahiplerine göre daha fazla korundukları bir başka ifade ile daha az riske katlandıkları görülmektedir. Bu durumda bir firmaya kaynak kullandıracak yatırımcılar, bu yatırımlarından isteyecekleri getiriye hesaplarken yatırımın riskini dikkate alacaktır. Yani özsermaye niteliğinde fon kullandıracak olan bir başka ifade ile firmanın hisse senedine yatırım yapacak olan kişiler, o firmaya borç verenlerden daha fazla getiri isteyeceklerdir.

Sermaye maliyeti, firmanın kullandığı kaynakların yani hem borcun hem de özsermayenin ağırlıklı ortalama maliyetidir. Sermaye maliyetinin

hesaplanabilmesi için borcun maliyeti ve özsermaye maliyetinin bilinmesi gerekir.

2.6.2.1.1. Borcun Maliyeti

Borcun maliyeti genel olarak, borçtan sağlanan nakit girişlerini, borçtan kaynaklanan nakit çıkışlarına eşitleyen iskonto oranıdır.⁸⁴ Genel bir anlatımla borcun maliyeti firmaya borç verenlerin bu yatırımdan bekledikleri getiri oranıdır. Firmanın borçlarının maliyeti finansal piyasalarda oluşmaktadır. Firmanın finansal piyasalarda işlem gören borçlanma araçlarının cari getiri oranı (ikincil piyasa faiz oranı) firma için de borcun maliyeti olmaktadır.⁸⁵

Borcun maliyeti, firmanın uzun vadeli yabancı kaynaklarının maliyeti olup, firmanın yatırımları uzun vadeli yabancı kaynak ve özsermaye ile yapılmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynaklar firmanın günlük faaliyetlerindeki sürekliliği sağlamak için gerektiğinde başvuru kaynakları olup, yatırımların finansmanında kullanılmamasından dolayı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır.⁸⁶

Kar eden ve vergiye tabi olan bir işletmede borç için yapılan giderler ve ödenen faizler vergi tasarrufu sağladığından firma açısından borcun gerçek maliyeti vergi sonrası maliyet olacaktır.⁸⁷

2.6.2.1.2. Özsermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan iki temel değişkenden bir diğeri özsermaye maliyetidir. Özsermaye maliyeti,

⁸⁴ İsmet Aksöyek, a.g.e., s.157.

⁸⁵ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, a.g.e., s.209-210.

⁸⁶ Metin Kamil Ercan v.d., **Firma Değerlemesi Banka Uygulaması**, Literatür Yayınları, 2006, s.14.

⁸⁷ İsmet Aksöyek, a.g.e., s.157.

firma hissedarlarının yapmış oldukları hisse senedi yatırımlarından istemiş oldukları getiri oranıdır.

Özsermaye maliyetinin tahmininde kullanılan üç yöntem bulunmaktadır⁸⁸:

- a. Tarihi maliyet yöntemi
- b. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli yöntemi
- c. Temettü kapitalizasyonu yöntemi

a. Tarihi maliyet yöntemi

Firma hisse senetlerinin geçmişte sağlamış olduğu ortalama getiri oranı hesaplanmaktadır. Yöntem uygulanırken genellikle içinde bulunulan yılı da içine alarak geriye doğru 5 veya 10 yıllık döneme ait getiri oranları ele alınarak, bu getiri oranlarının aritmetik ortalaması alınır. Hesaplanan ortalama getiri oranı sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılabileceği gibi, koşulların değişeceği varsayımı altında tarihi ortalama getiri oranında düzeltme yapılabilir⁸⁹.

b. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli Yöntemi

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (SVFM), bir yatırım aracının riskine göre, bu aracın sağlaması gereken getiri oranının hesaplanmasında kullanılan ekonometrik bir modeldir. William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilen modelde kullanılan değişkenler; risksiz faiz oranı, yatırım aracının içinde yer aldığı piyasanın getiri oranı ve yatırım aracının sistematik riskini gösteren beta katsayısıdır.

Bir firmanın SVFM ile özsermaye maliyeti şu formül yardımı ile hesaplanabilir:

⁸⁸ Cevat Sarıkamış, **Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2003, s.169.

⁸⁹ Cevat Sarıkamış, **a.g.e.**, s.169-170.

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

k_e : Özsermaye maliyeti

k_{rf} : Risksiz faiz oranı

β : Hisse senedinin beta katsayısı

k_m : Pazarın beklenen getirisi

$(k_m - k_{rf})$: Pazarın risk primi

Risksiz faiz oranı kuramsal olarak ödenmeme riski olmayan menkul kıymetlerden oluşan portföyün getiri oranıdır. Risksiz faiz oranı olarak kısa vadeler için hazine bonosu faiz oranı, uzun vadeler için devlet tahvili faiz oranı kullanılmaktadır⁹⁰.

Pazarın risk primi, pazar portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olup, hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri kullanılarak hesaplanabilmektedir.

Beta katsayısı, hisse senedinin Pazar portföyüne göre duyarlılığını ifade eder. Pazar portföyünün beta katsayısı 1, risksiz faiz oranının beta katsayısı 0 kabul edilmektedir.

c. Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi

Temettü yaklaşımında özsermaye maliyetinin hesaplanması oldukça basittir. Firmanın dönemsel kar payının ilgili dönemin başındaki hisse senedi fiyatına bölünmesi, hisse senedinin dönemsel getiri oranını vermektedir⁹¹:

$$k_e = d_1 / P_0$$

k_e : Özsermaye maliyeti

⁹⁰ Metin Kamil Ercan v.d., **a.g.e.**, s.45.

⁹¹ Cevat Sarıkamış, **a.g.e.**, s.172.

d_1 : Döneme ait kar payı

P_0 : Hisse senedi dönem başı fiyatı

Firmanın karında ve buna bağlı olarak kar payında sabit bir oranda artış beklentisi halinde formül aşağıdaki gibi olur:

$$k_e = (d_1 / P_0) + g$$

k_e : Özsermaye maliyeti

d_1 : Döneme ait kar payı

P_0 : Hisse senedi dönem başı fiyatı

g : Kar paylarındaki sabit büyüme oranı

2.6.2.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın ilgili tarihteki bilançosunun pasifinde yer alan uzun vadeli borçlarının ve özsermayesinin piyasa değerlerinin ağırlıklarına göre hesaplanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üç aşamada hesaplanmaktadır. Birinci aşamada, sermayeyi oluşturan unsurların toplam içindeki % ağırlığı, ikinci aşamada her bir unsurun maliyetinin hesaplanması, üçüncü ve son aşamada ise sermaye unsurlarının ağırlıkları ile maliyetlerinin çarpımlarının toplamaları yapılmaktadır⁹².

$$k_a = w_d * k_d * (1 - T) + (w_e * k_e)$$

k_a : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

w_d : Borcun toplam sermaye içindeki payı

k_d : Borcun maliyeti

T : Marjinal vergi oranı

w_e : Özsermayenin toplam sermaye içindeki oranı

⁹² Metin Kamil Ercan v.d.,**a.g.e.**, s.21.

k_e : Özsermaye maliyeti

2.6.2.2. Firma Değeri Tespitine Yönelik Gelir İndirgeme Yaklaşımları

Gelir indirgeme yaklaşımlarından, firmaya serbest nakit akımları yaklaşımı ve ekonomik katma değer yaklaşımında toplam firma değeri tespit edilmektedir. Bu yaklaşımlarda özsermaye değerinin tespiti için toplam firma değerinden borcun piyasa değerinin çıkarılması gerekir. Bu yaklaşımlar genel hatlarıyla aşağıda ele alınmıştır.

2.6.2.2.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre önce firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanır. Daha sonra bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülerek, ortaklara kalan özsermayenin değeri bulunur.⁹³

Bu yaklaşımda, firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımları ve iskonto oranı gibi iki temel veriye ihtiyaç vardır. Bu verilerin elde edilebilmesi için firmanın ayrıntılı olarak uzun dönemli analizinin yapılması, firmanın geçmişteki durumunun ve gelecekte muhtemel durumlarının incelenmesi gerekmektedir.

Firmaya serbest nakit akımları (Free cash flow to firm: FCFF) yönteminin en önemli avantajı çok daha fazla bilgi içermesidir. FCFF yönteminde farklı yatırım ve finansman stratejilerine göre firma değerindeki farklılaşmalar veya etkileşimler daha net olarak görülebilmektedir.

⁹³ Tom Copeland, T.Coller ve J.Murrin, **Valuation : Measuring and Mananing The Value of Companies** ,3th Edition ,John Wiley and Sons Inc.New Jersey.2000.s.137.

Tüm kaynak kullandıranlara ait olan nakti ifade eden firmaya serbest nakit akımı şu şekilde hesaplanır:⁹⁴

$$FCFF = FVÖK \cdot (1 - T) + \text{Amortismanlar}$$

- Duran Varlık Yatırım Harcamaları

-/+ İşletme Sermayesindeki Artış/Azalış

Burada;

FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Kar

T: İşletmenin Vergi Oranı'nı ifade eder.

FCFF yönteminde firmanın değeri bulunurken serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) ile bugüne indirgenir. Bu yöntemde serbest nakit akımları firmanın borçluluk düzeyinden etkilenmez. Firmanın borçluluk düzeyinden etkilenen değişken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ancak sermaye maliyeti hesaplanırken ağırlıklandırmaya esas alınan belirli bir borç ve özsermaye oranı vardır. Sermaye maliyeti, bu oranlara göre belirlendikten ve firma değeri buna göre hesaplandıktan sonra, borç ve özsermaye oranında ciddi değişiklikler olursa, doğal olarak sermaye maliyeti değişeceğinden, bulunan firma değeri gerçeği yansıtmayacaktır. Bu nedenle başlangıçta öngörülen hedef borç ve özsermaye oranının son derece sağlıklı olması gerekmektedir.⁹⁵

Bu yaklaşıma göre firmanın cari değeri şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Firma Cari Değeri} = \frac{FCFF_1}{(1 + k_a)} + \frac{FCFF_2}{(1 + k_a)^2} + \dots + \frac{FCFF_\infty}{(1 + k_a)^\infty}$$

⁹⁴ Aswalt Damadoran, **Investment Valuation Tools and Techniques For determining the value of any assets**, John Wiley and Sons, 1996, s.106

⁹⁵ Metin Kamil Ercan, Aycan Üreten, **a.g.e.**, s.56.

Firmanın bugünkü değerinden borçların cari değeri çıkartıldığında özsermayenin cari değerine ulaşılır.

2.6.2.2.2. Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı

Firma faaliyetlerini devam ettirebilmek için, borç ve özsermaye temin ederek bu kaynaklarını varlıklara yatırır. Firma varlıklarını kullanarak üretim ve satış faaliyetlerinde bulunur. Firmanın bu faaliyetleri sonucu kar sağlanır. Faaliyetlerden sağlanan kar; devlet (vergi), borç verenler ve özsermaye sahipleri arasında paylaşılır.

Firmaya kaynak kullandıranlardan borç verenlerin bir beklentisi (faiz) olduğu gibi ortakların da özsermaye yatırımlarından beklentileri vardır. Tüm kaynak kullandıranların istedikleri ortalama getiri oranına yukarı kısımlarda hesaplanması gösterilmiş olan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti adı verilir. Kaynak kullandıranların vermiş oldukları kaynaklar için bir dönemde istemiş oldukları getiri tutarına “Sermaye Yüğü (Capital Charge)” adı verilir. Sermaye yüğü, sermaye maliyeti ile yatırılmış sermaye’nin çarpımı ile elde edilir. Yatırılan sermaye (invested capital), firmanın toplam kaynaklarından kısa vadeli kaynaklar içinde yer alan faizsiz borçların (satıcılara olan faizsiz borçlar, ödenecek ücretler ve ödenecek vergiler gibi) çıkarılması sonucu elde edilen sermayedir. Yani yatırılan sermaye, özsermaye artı faizli borçlardır.⁹⁶

Ekonomik katma değer (Economic Value Added: EVA) faaliyet karının, kullanılan toplam sermayenin maliyetini karşılayıp karşılamadığını

⁹⁶ S. David Young, Stephen F. O’Byrne, **EVA and Value-Based Management**, McGraw-Hill, 2001, s.43.

ölçmektedir.⁹⁷ EVA, Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Net Operational Profit/Loss After Taxes: NOPLAT)'ndan Sermaye Yüğü'nün çıkarılması ile elde edilir.

$$EVA = NOPLAT - \text{Sermaye Yüğü}$$

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

Getiri oranı NOPLAT/Sermaye şeklinde formülize edildiğinde yeni EVA formülü aşağıdaki gibidir:

$$EVA = (r - c^*) \times \text{Sermaye}$$

r = getiri oranı

c^* = sermaye maliyeti

$$EVA = (\text{Getiri Oranı} - \text{Sermaye Maliyeti}) \times \text{Sermaye}$$

Varlıklardan sağlanan NOPLAT'ın Sermaye yükünden fazla olması halinde, firma pozitif EVA elde eder.

Ekonomik katma değer yöntemi ile firmanın değeri, bugünkü yatırılan sermaye artı firmanın gelecekte yaratacağı katma değerlerin bugünkü değeridir.⁹⁸

$$\text{Firma Değeri} = \text{Yatırılan sermaye} + \text{EVA'ların Bugünkü Değeri}$$

⁹⁷ Nurten Kaptan, "Ekonomik Katma Değer ve Bir Uygulama", Uludağ Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa ,1998, s.6.

⁹⁸ Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, **a.g.e.**, 56.

Firmanın bugünkü değerinden borçların cari değeri çıkartıldığında özsermayenin cari değerine ulaşılır.

2.6.2.3. Özsermaye Değeri Tespitine Yönelik Gelir İndirgeme Yaklaşımları

Doğrudan özsermaye değerini tespit etmede kullanılan yaklaşımlardan birincisi gelecekte hisse senedine dağıtılacak temettüleri esas alan temettü indirgeme yaklaşımı, ikincisi ise özsermayeye serbest nakit akımı yaklaşımıdır. Her iki yaklaşımda da iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Halbuki yukarıda ele alınan firmaya serbest nakit akımı ve ekonomik katma değer yöntemlerinde iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Genel hatlarıyla temettü yaklaşımı ve özsermayeye nakit akımı yaklaşımı aşağıda anlatılmıştır.

2.6.2.3.1. Temettü Yaklaşımı

Yatırımcının hisse senedi yatırımından beklediği sermaye kazancı ve bunu belirleyecek olan hisse senedinin fiyatı gelecekte beklenen kar payları ile belirlenmektedir.

Temettü yaklaşımı; hisse senedinin değerini, bu hisse senedinin sonsuza kadar ödeyeceği kar paylarının ve sonsuzdaki hisse senedi fiyatının bugüne indirgenmiş değeri olarak açıklayan bir modeldir. M. J. Gordon tarafından geliştirilmiş olan bu modelde hisse senedinin gerçek değeri şu şekilde hesaplanır;⁹⁹

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

⁹⁹ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban,a.g.e.,s.126.

Modelde D_1 gelecek yıl ödenecek temettü tutarını, D_2 ikinci yıl ödenecek temettü tutarını, k_e ise hisse senedi yatırımcısının hisse senedi yatırımından istemiş olduğu yıllık getiri oranını ifade eder.

Hisse senedine her yıl ödenecek temettü sabit ise hisse senedinin cari değeri şu şekilde hesaplanabilir:

$$P_0 = \frac{D}{k_e}$$

P_0 : Hisse senedinin cari değeri

D : Sabit hisse başı temettü tutarı

k_e : Özsermaye maliyeti

Hisse senedine ödenecek temettü tutarı her yıl sabit bir oranda artmakta ise, hisse senedinin cari değeri şu şekilde hesaplanabilir:

$$P_0 = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{k_e - g}$$

P_0 : Hisse senedinin cari değeri

D_0 : Bu yıl dağıtılmış hisse başı temettü tutarı

g : Temettü (karpayı) ödemelerindeki sabit büyüme oranı

k_e : Özsermaye maliyeti

Burada; D_0 bu yıl ödenmiş olan temettü tutarını, g ise temettü tutarında meydana gelecek yıllık artış oranını ifade eder.

2.6.2.3.2. Özsermayeye Nakit Akımları Yaklaşımı

Özsermayeye serbest nakit akışı 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 konusudur. Bu yöntem genellikle banka ve sigorta firmaları ile diğer finansal hizmet kuruluşlarının değer tespitinde kullanılmaktadır¹⁰⁰.

Öz sermaye sahiplerine sağlanacak nakit (Özsermayeye serbest nakit akımı: Free cash flow to equity: FCFE) şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{Net Kar} \\ & + \text{Amortismanlar} \\ & - \text{Duran Varlık Yatırım Harcamaları} \\ & -/+ \text{İşletme Sermayesindeki Artış/Azalış} \\ & - \text{Borç Geri Ödemeleri} \\ & + \text{Yeni Borçlanmalar} \end{aligned}$$

Bu yaklaşıma göre özsermayenin cari değeri şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Özsermaye Değeri} = \frac{\text{FCFE}_1}{(1+k_e)} + \frac{\text{FCFE}_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{\text{FCFE}_\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

Bu yöntemde bulunan değer, ortaklara ait olan değer olup firma toplam değerine ulaşılacak istenirse, bulunan özsermaye değerine borçların cari değerinin ilave edilmesi gerekir.

¹⁰⁰ Metin Kamil Ercan v.d., a.g.e., s.35.

Sigorta firmaları için özsermayeye nakit akımının nasıl hesaplanacağı ve özsermayeye nakit akımı yaklaşımına göre sigorta firma değerlemesi izleyen bölümde ele alınacaktır.

BÖLÜM III

SİGORTA FİRMALARI MALİ TABLOLARI YAPISI VE ÖZSERMAYEYE NAKİT AKIMLARININ DÜZENLENMESİ

Bu bölümde öncelikle sigorta firmalarının muhasebe sistemi ve sigorta firmalarının özellikli durumları ele alınarak, özsermayeye nakit akımlarının sigorta firmaları açısından hesaplamasına değinilecektir.

Finans sektörü içinde yer alan sigorta firmalarının iki temel kazançları vardır. Bunlar sigorta yaptıran müşterilerden elde edilen primler ve yatırım portföylerinden elde edilen gelirlerdir.¹ Her iki gelir kalemi sigorta firmalarının değerini etkileyen temel faktörler arasında yer almaktadır. Sigorta firmalarının özsermayeye serbest nakit akımlarının tespitine geçmeden önce, sigorta firmalarının mali tablolarının yapısı kısaca ele alınacaktır.

3.1. SİGORTA SEKTÖRÜ MALİ TABLOLARI VE TEK DÜZEN HESAP PLANI

Türkiye’de Tek Düzen Hesap Planı çalışmaları daha geri tarihlere dayanmakla birlikte, finans sektöründe ilk olarak 1986 yılında bankalar tarafından uygulanmıştır. Sigorta sektöründe ise 1992 ve 1993 yıllarında isteğe bağlı olarak uygulanmaya başlamış, 1994 yılından itibaren uygulanması zorunlu hale getirilmiştir.² 1.1.2005 tarihine kadar uygulanan Tek Düzen Hesap Planı yürürlükten kaldırılmış ve bu tarihten itibaren yeni

¹⁰¹ Metin Kamil Ercan v.d.; **a.g.e.**, s.95.

¹⁰² Turgut Özkan, **TDHP Sisteminde Sigorta Muhasebesi**, Türk sigorta Enstitüsü Vakfı, Yayın No 25, Haziran 2007, İstanbul, s.19.

Sigortacılık Muhasebe Sistemi yürürlüğe girmiştir.¹⁰³ 14 Temmuz 2007 tarihinde yayınlanan ve 1.1.2008’de yürürlüğe giren “Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik” ile beraber, 31/12/2004 tarihli ve 25687 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Sigortacılık Muhasebe Sistemi Yönetmeliği yürürlükten kaldırılmıştır.¹⁰⁴

3/6/2007 tarihli ve 5684 sayılı Sigortacılık Kanununun 18 inci maddesi ile 28/3/2001 tarihli ve 4632 sayılı “Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu”nun 11’inci maddesine dayanılarak hazırlanan “Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik”in amacı , sigorta ve reasürans şirketleri ile emeklilik şirketlerinin; hesap ve kayıt düzeninde şeffaflık ve tek düzenin sağlanması, işlemlerinin kayıt dışında kalmasının önlenmesi, faaliyetlerinin gerçek mahiyetlerine uygun olarak sağlıklı ve güvenilir bir biçimde muhasebeleştirilmesi, konsolide ve konsolide olmayan bazda mali durumları, mali performansları ile yönetimin etkinliği hakkında bilgileri içeren finansal tablolarının zamanında ve doğru bir şekilde hazırlanması, raporlanması ve yayımlanmasına ve belgelerin saklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.¹⁰⁵

Sigorta sözleşmelerine, bağlı ortaklık, birlikte kontrol edilen ortaklık ve iştiraklerin muhasebeleştirilmesi ve konsolide finansal tablolar, kamuya açıklanacak finansal tablolar ile bunlara ilişkin açıklama ve dipnotların düzenlenmesine ilişkin usul ve esaslar Hazine Müsteşarlığınca çıkarılacak tebliğler ile belirlenirken, bu konular haricindeki sigorta firmalarının faaliyetleri; Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik ile Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunun finansal tabloların hazırlanma ve sunulma esaslarına ilişkin mevzuat

¹⁰³ Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ (Sigortacılık Muhasebe Sistemi Tebliğ No: 1) Resmi Gazete Tarihi: 30.12.2004 R.G. No: 25686.

¹⁰⁴ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik, Resmi Gazete Tarihi: 14.07.2007 R.G. No: 26582.

¹⁰⁵ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik, Madde 1, Resmi Gazete Tarihi: 14.07.2007 R.G. No: 26582.

hükümleri çerçevesinde muhasebeleştirilmesi esastır.¹⁰⁶ Sigorta firmaları tarafından uygulanacak sigortacılık tekdüzen hesap planı ve izahnamesi Hazine Müsteşarlığı'nca düzenlenir.¹⁰⁷

3.1.1.Sigortacılık Hesap Planı Yapısı

Sigortacılık Hesap Planı, Hesap sınıfları 1-9 arasında kodlanmış olup, hesap kod ve sınıfları aşağıdaki gibidir.¹⁰⁸

SINIF KODU HESAP SINIFLARI

- | | |
|-----|---|
| 1 | CARİ VARLIKLAR |
| 2 | CARİ OLMAYAN VARLIKLAR |
| 3 | KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER |
| 4 | UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER |
| 5 | ÖZSERMAYE |
| 6 | GELİR TABLOSU HESAPLARI |
| 7 | HAYAT DIŞI BRANŞLARI TEKNİK KISIM GELİR TABLOSU |
| 8 – | BOŞ |
| 9 | NAZİM HESAPLAR |

Hesap planının hesap numaralandırma sistemi ise şöyledir. Hesap numaralama sistemi, belirli hesaplar hariç 3 haneden oluşmuştur. İstisnai hesaplar ise 5 veya 6 haneden oluşmaktadır. Hesap numaralarının hanelere göre gösterimi aşağıda belirtildiği şekildedir:

1	2	3	4	5	6	7	8	9
A	B	C	D	E	F	G	H	I

¹⁰⁶ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik, Madde 4, Resmi Gazete Tarihi: 14.07.2007 R.G. No: 26582.

¹⁰⁷ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik, Madde 17, Resmi Gazete Tarihi: 14.07.2007 R.G. No: 26582.

¹⁰⁸ Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ , madde 5.

- A - Hesap sınıfını tanımlar,
- B - Grup numarasını tanımlar,
- C - Defteri kebir hesap numaralarını tanımlar,
- DE - Yardımcı hesap numaralarını tanımlar,
- F - Alt hesap numaralarını tanımlar,
- GHI - Tali hesap numaralarını tanımlar.

3.1.1.1.Sigorta Firmaları Bilanço Yapısı

Sigorta firmaları normal sigortacılık faaliyetlerinin yanında topladıkları prim ve komisyonlar sonucunda oluşan fonları yatırımlara dönüştürmektedir. Bilançoda yer alan hesapların bir kısmı yatırım faaliyetlerinin izlendiği hesaplar olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan sigortacılık faaliyet sonuçlarının izlendiği hesaplar ise teknik bir bilançoyu zorunlu kılmaktadır. Mali bilanço adı verilebilecek bilanço ile teknik bilançonun konsolide edilmesi ile dönem sonu bilançosuna ulaşılmaktadır.¹⁰⁹

Teknik bilanço, esas faaliyet konusu olan sigortacılık faaliyetleri sonucunda sahip olunan varlıklar, alacaklar, borçlar ve özsermayedeki değişimlerin izlendiği bilanço olup temel düzenlenme amacı, sigortacılık hizmetinin sunulması ve satışı sonucu sigorta firmasının üstlendiği finansal yükümlülüklerin ve gelecekte tahsil edilecek primlerin karşılıklarını gerçek ve doğru olarak hesaplamaktır.¹¹⁰

Sigorta firmalarının sahip olduğu tüm finansal imkanların kullanılması sonucu ortaya çıkan varlık ve kaynak yapılarındaki değişimin izlendiği bilanço ise mali bilançodur. Sigorta firmalarının bilançolarının, teknik bilanço ve mali

¹⁰⁹ Mehmet Özkan, **Sigorta İşlemleri ve Muhasebesi**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 1998, s.510.

¹¹⁰ Ahmet Genç, **Sigorta şirketlerinin Mali Analizi Erken Uyarı Sistemi ve Derecelendirme (Rating)**, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Ankara 2006, s.41.

bilanço ayrımı sadece hesapsal bir ayırım olup, firmalar tek bir tane bilanço düzenlemektedirler.¹¹¹

Sigorta firmaları bilançosunun aktifi diğer sektör bilanço yapılarına benzer olarak “Cari Varlıklar” ve “Cari Olmayan Varlıklar” olarak iki ana gruba ayrılmaktadır.

Tablo 3.1: Sigorta Firmaları Bilançosu Aktif Yapısı

VARLIKLAR
I- Cari Varlıklar
A- Nakit Ve Nakit Benzeri Varlıklar
B- Finansal Varlıklar ile Riski Sigortalılara Ait Finansal Yatırımlar
C- Esas Faaliyetlerden Alacaklar
D- İlişkili Taraflardan Alacaklar
E- Diğer Alacaklar
F- Gelecek Aylara Ait Giderler Ve Gelir Tahakkukları
G- Diğer Cari Varlıklar
II- Cari Olmayan Varlıklar
A- Esas Faaliyetlerden Alacaklar
B- İlişkili Taraflardan Alacaklar
C- Diğer Alacaklar
D- Finansal Varlıklar
E- Maddi Varlıklar
F- Maddi Olmayan Varlıklar
G-Gelecek Yıllara Ait Giderler Ve Gelir Tahakkukları
H-Diğer Cari Olmayan Varlıklar

Sigorta sektörü faaliyet yapısı gereği, aktif hesaplar içinde “Finansal Varlıklar” yatırım yapılan araçlar olup, bu varlıklar bilanço kalemleri içinde önemli bir büyüklüğe sahiptir. Cari Varlıklar altında yer alan “Finansal Varlıklar ile Riski Sigortalılara Ait Finansal Yatırımlar” faiz geliri veya kar payı sağlamak yahut fiyat değişimlerinden yararlanarak karlar elde etmek amacı ile geçici bir süre elde tutulmak üzere alınan hisse senedi ve diğer değişken

¹¹¹ Ahmet Genç, a.g.e.,s.41.

getirili finansal varlıklar, hazine bonoları, devlet tahvilleri, özel sektör bonoları, diğer sabit getirili menkul kıymetler, yatırım fonu katılma belgeleri, repo işlemlerine konu finansal varlıklar, krediler, riskli hayat poliçesi sahiplerine ait finansal varlıklar, şirket hissesi ile bu hesaplar için gerekli değerlendirme hesapları ile karşılık hesaplarının izlenmesi amacıyla kullanılır.¹¹²

Cari Olmayan Varlıklar altında yer alan “Finansal Varlıklar” grubunda ise uzun vadeli amaçlarla veya yasal sorumluluklar nedeniyle elde tutulan uzun vadeli finansal varlıklar veya paraya dönüşme niteliğini kaybetmiş uzun vadeli finansal varlıklar izlenir. Ayrıca, diğer bir işletmeye veya bağlı ortaklığa ortak olmak amacıyla edinilen sermaye payları da bu grupta yer alır.¹¹³

Aşağıdaki tabloda Türkiye Sigorta Sektörü 2006 yılı konsolide aktif yapısı yer almaktadır.

Tablo 3.2.: Türkiye Sigorta Sektörü 2006 Yılı Konsolide Aktif Yapısı (1000 YTL)

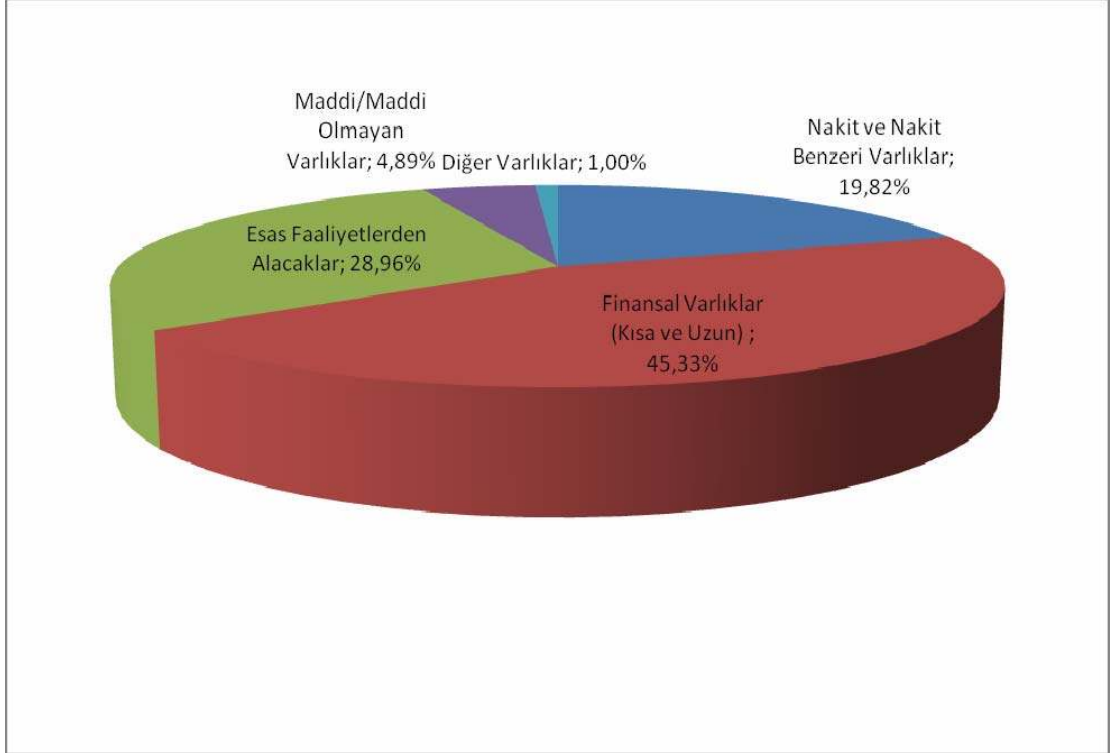
	Hayat Dışı	H/E	Hayat	Reasürans	Toplam
Cari Varlıklar	6.227.708	6.923.990	13.151.697	858.003	14.009.700
Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar	1.795.757	466.872	2.262.629	366.211	2.628.841
Finansal Varlıklar	1.727.583	4.554.961	6.282.544	406.380	6.688.924
Esas Faaliyetlerden Alacaklar	2.618.117	1.852.638	4.470.755	79.563	4.550.318
Diğer Cari Varlıklar	86.250	49.519	135.769	5.849	141.618
Cari Olmayan Varlıklar	2.831.883	1.495.487	4.327.370	274.444	4.601.814
Esas Faaliyetlerden Alacaklar	5.785	1.278.441	1.284.226	0	1.284.226
Finansal Varlıklar	2.379.027	106.284	2.485.312	129.359	2.614.671
Maddi/Maddi Olmayan Varlıklar	442.920	101.384	544.303	145.080	689.383
Diğer Cari Olmayan Varlıklar	4.151	9.378	13.529	5	13.534
Varlık Toplamı	9.059.591	8.419.477	17.479.068	1.132.447	18.611.514

2006 yılı sektörde yer alan “hayat dışı sigorta firmaları”nın konsolide edilmiş bilançolarının aktif yapısı içinde finansal varlıklar %45,33 ile en büyük

¹¹² Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ (Sigortacılık Muhasebe Sistemi Tebliğ No:1) Resmi Gazete, No: 25686, RG Tarihi: 30.12.2004.

¹¹³ Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ (Sigortacılık Muhasebe Sistemi Tebliğ No:1) Resmi Gazete, No: 25686, RG Tarihi: 30.12.2004.

payı almaktadır, ikinci sırada esas faaliyetlerden alacaklar %28,96, üçüncü sırada ise nakit ve nakit benzeri varlıklar %19,82 paya sahiptir. Maddi ve maddi olmayan varlıkların aktife oranı sadece %4,89'dur.



Grafik 3.1.: 2006 Yılı Sigorta Sektörü Aktif Yapısı

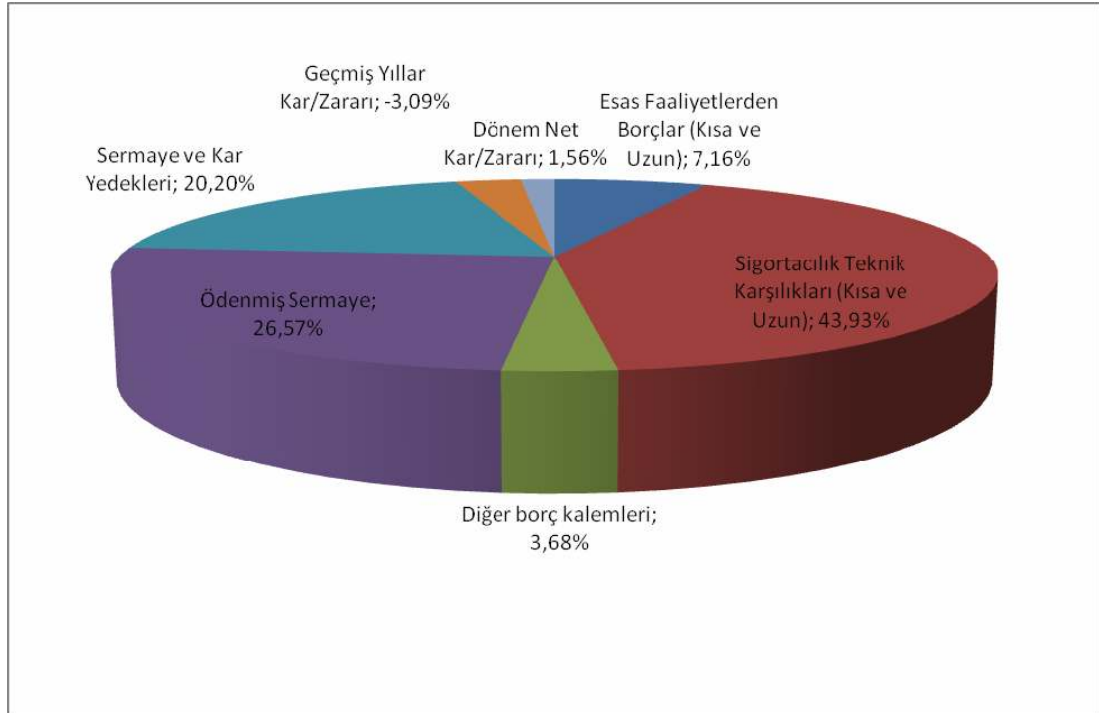
Sigorta firmaları bilançosunun pasifi üç ana gruptan oluşmaktadır: “Kısa Vadeli Yükümlülükler”, “Uzun Vadeli Yükümlülükler” ve “Özkaynaklar”. Kısa vadeli ve uzun vadeli yükümlülükler paralel hesap gruplarına sahip olup, yükümlülükler altında yer alan sigorta sektörü için en önemli hesaplar “Sigortacılık Teknik Karşılıkları”dır. Önemi nedeniyle teknik karşılıklar ilerleyen kısımlarda detaylı olarak ele alınacaktır. Sigorta sektörü 2006 yılı konsolide pasif yapısı aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 3.3.: Sigorta Firmaları Bilançosu Pasif Yapısı

YÜKÜMLÜLÜKLER
III- Kısa Vadeli Yükümlülükler
A- Finansal Borçlar
B- Esas Faaliyetlerden Borçlar
C-İlişkili Taraflara Borçlar
D- Diğer Borçlar
E-Sigortacılık Teknik Karşılıkları
F- Ödenecek Vergi Ve Benzeri Diğer Yükümlülükler İle Karşılıkları
G- Diğer Risklere İlişkin Karşılıklar
H- Gelecek Aylara Ait Gelirler Ve Gider Tahakkukları
I- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler
IV- Uzun Vadeli Yükümlülükler
A- Finansal Borçlar
B- Esas Faaliyetlerden Borçlar
C- İlişkili Taraflara Borçlar
D- Diğer Borçlar
E- Sigortacılık Teknik Karşılıkları
G-Diğer Yükümlülükler Ve Karşılıkları
F- Diğer Risklere İlişkin Karşılıklar
H-Gelecek Yıllara Ait Gelirler Ve Gider Tahakkukları
I- Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler
V- Özsermaye
A- Ödenmiş Sermaye
B- Sermaye Yedekleri
C- Kar Yedekleri
D- Geçmiş Yıllar Karları
E-Geçmiş Yıllar Zararları (-)
F-Dönem Net Karı
1- Dönem Net Karı
2- Dönem Net Zararı (-)

Tablo 3.4.: Türkiye’de Sigorta Sektörü Konsolide 2006 Bilanço Yükümlülük ve Özsermayeleri

	Hayat Dışı	H/E	Hayat	Reasürans	Toplam
III-Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.444.072	3.944.098	8.388.170	490.942	8.879.113
Esas Faaliyetlerden Borçlar	648.509	1.667.428	2.315.936	25.595	2.341.531
Sigortacılık Teknik Karşılıkları (Net)	3.533.436	2.136.765	5.670.201	455.781	6.125.982
Diğer Kalemler	262.128	139.905	402.033	9.567	411.600
IV-Uzun Vadeli Yükümlülükler	517.259	3.518.292	4.035.551	104.838	4.140.388
Esas Faaliyetlerden Borçlar	9	1.276.984	1.276.993	0	1.276.993
Sigortacılık Teknik Karşılıkları (Net)	446.085	2.194.630	2.640.715	100.620	2.741.335
Diğer Kalemler	71.165	46.678	117.843	4.217	122.060
V- Özsermaye	4.098.259	957.087	5.055.346	536.667	5.592.013
Ödenmiş Sermaye	2.406.889	796.600	3.203.489	343.000	3.546.489
Sermaye Yedekleri	12.661	550	13.211	40.420	53.631
Kar Yedekleri	1.817.265	228.153	2.045.418	104.834	2.150.252
Geçmiş Yıllar Karları	-612.120	-292.840	-904.960	-48.413	-953.373
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	332.252	151.242	483.494	48.413	531.907
Dönem Net Kar/Zararı	141.312	73.383	214.694	48.413	263.108
Pasif Toplamı	9.059.591	8.419.477	17.479.068	1.132.447	18.611.514

Grafik 3.2.: 2006 Yılı Sigorta Sektörü Pasif Yapısı

2006 yılı sektörde yer alan “hayat dışı sigorta firmaları”nın konsolide edilmiş bilançolarının pasif yapısı içinde “Sigortacılık Teknik Karşılıkları” %43,93 ile en büyük payı almaktadır, ikinci sırada “Ödenmiş Sermaye” %26,57, üçüncü sırada ise “Sermaye ve Kar Yedekleri” %20,20 paya sahiptir. Esas faaliyetlerden kaynaklanan borçların pasif içindeki oranı %7,16, Dönem Net Karının oranı ise sadece %1,56 dır.

Sonuç olarak sigortacılık sektörünün bilanço yapısı içinde aktifte Finansal Varlıkların (%45), pasifte ise Teknik karşılıkların (%44) en büyük kalemler olduğu görülmektedir.

3.1.1.2.Sigorta Firmaları Gelir Tablosu Yapısı

Sigorta firmalarında gelir tablosu hesapları üç türde düzenlenir: ¹¹⁴

- i) **Teknik Kar/Zarar:** Bir hesap döneminde yerine getirilen sorumluluklar ile tahsil edilen veya edilecek tutarları ifade eder. Teknik kar ve zarar hesabı teknik bilançonun tamamlayıcısı niteliğinde olup, teknik karlılık sigorta firmalarının en önemli göstergelerinden biridir.
- ii) **Mali Kar/Zarar:** Esas faaliyet konusu olan sigortacılık işlemleri dışında gerçekleştirilen faaliyetler sonucu ortaya çıkan gelir ve gider hesaplarını kapsar.
- iii) **Elde edilen teknik karın kaynaklarını gösteren kar zarar hesabı:** Bu hesaplarda sigorta branşları ayrı ayrı incelenerek her branşın ulaştığı kar veya zarar belirlenir.

¹¹⁴ Ahmet Genç, a.g.e., s.42.

Tablo 3.5.: Sigorta Firmaları Gelir Tablosu Yapısı

I-TEKNİK BÖLÜM
A- Hayat Dışı Teknik Gelir
B- Hayat Dışı Teknik Gider(-)
C- Teknik Bölüm Dengesi- Hayat Dışı (A - B)
D- Hayat Teknik Gelir
E- Hayat Teknik Gider
F- Teknik Bölüm Dengesi- Hayat (D – E)
G- Emeklilik Teknik Gelir
H- Emeklilik Teknik Gideri
I- Teknik Bölüm Dengesi- Emeklilik (G – H)
II-TEKNİK OLMAYAN BÖLÜM
C- Teknik Bölüm Dengesi- Hayat Dışı
F- Teknik Bölüm Dengesi- Hayat
I - Teknik Bölüm Dengesi- Emeklilik
J- Genel Teknik Bölüm Dengesi (C+F+I)
K- Yatırım Gelirleri
L- Yatırım Giderleri (-)
M- Diğer Faaliyetlerden ve Olağandışı Faaliyetlerden Gelir ve Karlar ile Gider ve Zararlar (+/-)
N- Dönem Net Karı veya Zararı

Tablo 3.6.: 2006 YILI SİGORTA SEKTÖRÜ KONSOLİDE ÖZET GELİR GİDER TABLOSU

	Hayat Dışı	Hayat / Emeklilik	Toplam	Reasürans Şirk.	Genel Toplam
TEKNİK BÖLÜM					
A- Hayat Dışı Teknik Gelir	5.079.623	169.026	5.248.649	744.626	5.993.276
A- Hayat Dışı Teknik Gider(-)	-5.049.515	-181.717	-5.231.231	-742.066	-5.973.297
Teknik Bölüm Dengesi - Hayat Dışı	30.109	-12.691	17.418	2.561	19.979
B- Hayat Teknik Gelir	6.951	2.046.736	2.053.687	15.546	2.069.232
B- Hayat Teknik Gider	-9.310	-1.890.688	-1.899.998	-13.390	-1.913.388
Teknik Bölüm Dengesi – Hayat	-2.359	156.048	153.689	2.155	155.844
C- Emeklilik Teknik Gelir	0	135.852	135.852	0	135.852
C- Emeklilik Teknik Gideri	0	-288.189	-288.189	0	-288.189
Teknik Bölüm Dengesi – Emeklilik	0	-152.337	-152.337	0	-152.337

TEKNİK OLMAYAN BÖLÜM

Teknik Bölüm Dengesi - Hayat Dışı	30.109	-12.691	17.418	2.561	19.979
Teknik Bölüm Dengesi – Hayat	-2.359	156.048	153.689	2.155	155.844
Teknik Bölüm Dengesi – Emeklilik	0	-152.337	-152.337	0	-152.337
Genel Teknik Bölüm Dengesi	27.750	-8.979	18.770	4.716	23.486
D- Yatırım Gelirleri	572.529	197.551	770.080	119.785	889.865
D.Yatırım Giderleri	-289.245	-42.851	-332.096	-51.591	-383.687
E-Diğ/Olağandışı Faal.Gelir/Gid.ve K/Z	-118.332	-43.117	-161.449	-7.834	-169.283
Vergi Öncesi Dönem Karı veya Zararı	192.701	102.604	295.305	65.076	360.380
Dönem Net Karı veya Zararı	141.312	73.383	214.694	48.413	263.108

3.1.1.2.1. Teknik Karşılıklar

Özellikle finansal kesimin karşı karşıya olduğu risklerin ortaya çıkması halinde reel kesime göre daha yıkıcı olduğundan ve diğer kesimleri de ilgilendirdiğinden, finans kesimi kamu otoritesince belirli kısıtlar altında tutulmaktadır. Bu kısıtların başında teknik karşılıklar gelmektedir.¹¹⁵

Sigorta teknik karşılıkları, sigorta firmalarının düzenlemiş oldukları sözleşmelerden dolayı üstlenmiş oldukları risklere ilişkin yükümlülükler için ayrılan kalemlerdir. Bu karşılıkların en önemli fonksiyonu sigortalanmış olan riskin meydana gelmesinden dolayı ortaya çıkacak olan tazminat taleplerinin karşılanabilmesi için bir güvence sağlamasıdır. Ayrıca bu hesaplar sigorta firmasının üzerine almış olduğu riski de göstermektedir.¹¹⁶

Sigorta firmalarının poliçe sahiplerine olan yükümlülüklerini gösteren teknik karşılıklar bu firmaları oldukça yükümlü göstermektedir.¹¹⁷

¹¹⁵ Turgut Özkan, **a.g.e.**, s.91.

¹¹⁶ Rafet Aktaş, “Sigorta İşletmelerinde Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımının Kullanılması ve Değerlendirilmesi”, Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 2005, s.47.

¹¹⁷ Rafet Aktaş, **a.g.e.**, s.47.

Teknik karşılıkların Türk Ticaret Kanunu gereği ayrılan kanuni ve fevkalade yedek akçelerle karıştırılmaması gerekir.¹¹⁸ Çünkü sigorta literatüründe bu konuyla ilgili olarak bazen sigorta teknik karşılıkları, bazen de sigorta teknik ihtiyatları kavramının kullanıldığı görülmektedir.¹¹⁹ Teknik karşılıklar yedek akçe olmayıp, yani safi kardan ayrılmayıp, sigorta firmasının cari risklerinden dolayı, sigortalılara olan borcunu ifade etmektedir. Diğer yandan, yedek akçeler her yıl mevcut ihtiyatlara eklenirken, sigorta teknik karşılıkları her yıl iptal edilir ve yeniden hesaplanır.¹²⁰

Yedekler (ihtiyatlar) ile karşılıkların benzer ve farklılıkları şöyle sıralanabilir:¹²¹

- a) Karşılıklar doğması muhtemel, konusu belirli zararları karşılamak üzere ayrılırken, yedekler konusu belirsiz zararları karşılamak üzere ayrılırlar. Yedeklerin ayrılmasına neden olan zararlar ne konu, ne de miktar olarak belirlidir.
- b) Yedeklerin teşkili belirli ve yeterli bir karın varlığına bağlı iken, karşılık ayırmak için karın olması şart değildir. Dönem zararı da olsa karşılık ayrılabilir.
- c) Özellikle Türk Mevzuatında bütün yedekler vergilendirilirken, koşulların varlığı halinde bazı karşılıklar vergilendirilmezler.
- d) Karşılıklar, kaynakların bölümlenmesinde yabancı kaynak olarak kabul edilirken, yedekler özsermaye grubunda yer alırlar.

¹¹⁸ Ahmet Genç, **a.g.e.**, s.43.

¹¹⁹ Rafet Aktaş, **a.g.e.**, s.47.

¹²⁰ Ahmet Genç, **a.g.e.**, s.43.

¹²¹ Rafet Aktaş, **a.g.e.**, s.47-48. (Hasan Kaval, “Karşılıklarla İlgili Mevzuat ve Standart Genel Hesap Planında Karşılıkların Düzenlenmesi”, Uygulamalı Mevzuat Dergisi, Ankara, 1990, 18.)

3.1.1.2.2. Karşılıkların Türleri

Sigorta teknik karşılıkları:

- Kazanılmamış Primler Karşılığı
- Devam Eden Riskler Karşılığı
- Muallak Tazminat Karşılığı
- Matematik Karşılıklar
- Dengeleme Karşılığı
- İkramiye ve İndirimler Karşılığı'ndan oluşmaktadır.

a. Kazanılmamış primler karşılığı;

“Cari Riskler Karşılığı” veya “Cari Muhataralar İhtiyatı” olarak ifade edilen bu karşılıklar, yürürlükte bulunan sigorta sözleşmeleri için tahakkuk etmiş primlerin herhangi bir komisyon veya diğer bir indirim yapılmaksızın brüt olarak gün esasına göre ertesi hesap dönemi veya hesap dönemlerine sarkan kısmından oluşur. ¹²² Kazanılmamış primler karşılığı, tahsil edilen primler üzerinden belirli oranlarda hükmü gelecek yıl veya yıllarda da devam eden sözleşmelerin devam eden taahhütlerini karşılamak amacı ile ayırdıkları karşılıklardır. ¹²³ Bu karşılığın ayrılma nedeni alacak ve borç senetleri reeskontu ile aynıdır. Bu karşılık tutarı, dönemsellik ilkesi gereği bilançonun pasifinde yer alan ve gelecek döneme ait olan gelir kalemidir. V.U.K'na göre de pasif geçici hesap kıymetlerindendir. ¹²⁴

Kazanılmamış primler karşılığının hesaplanmasında, günle orantılı yöntem ve götürü hesaplama yöntemleri kullanılmaktadır. Günle orantılı yöntemde, cari dönemi aşan primler tespit edilmektedir. Bu yöntemde kazanılmamış primler karşılığı şu formül yardımıyla tespit edilmektedir. ¹²⁵

¹²² Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/4, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

¹²³ Ahmet Genç, **a.g.e.**, s.44.

¹²⁴ Rafet Aktaş,**a.g.e.**, s.50.

¹²⁵ Necdet Sağlam,**a.g.e.**, s.115..

$$\text{Karşılık} = (\text{Gelecek Döneme Ait Poliçe Günü} \times \text{Alınan Prim}) / \text{Poliçe toplam süresi}$$

Kazanılmamış primin tam olarak hesaplanabilmesi için günle orantılı yöntemde her bir poliçe bazında ayrı ayrı yapılması gerekmektedir. Poliçe bazında karşılık ayrılmaması durumunda götürü yöntemler kullanılmaktadır. Götürü yöntemler ise 1/8 Esası, 1/2 Esası ve 1/24 Esası 'dır. ¹²⁶

1/8 Esası: 1/8 esası yönteminde tüm poliçeler bir yıl üzerinden üçer aylık dönemlere ayrılarak kazanılmamış primler karşılığı hesaplanır. Poliçelerin, üç aylık sürenin ortasında başladığı ve her çeyreğin toplam riskinin de, her çeyreğin yarısında başlamış olduğu varsayılmaktadır. Bu yöntemde 1. çeyrekte başlayan ve 4. çeyrek sonuna kadar yeni alınan primler dahil olmak üzere bütün primler, faktör oranı ile çarpılarak karşılık toplamı tespit edilmektedir. Örnek vermek gerekirse, 1. çeyrekte 2.000 YTL, 2. çeyrekte 3.000 YTL, 3. Çeyrekte 5.000 YTL, 4. Çeyrekte 4.000 YTL prim toplanmışsa yıl boyunca toplanan 14.000 YTL'lik primin kazanılmamış prim karşılığı 8.000 YTL olmaktadır. Bu yöntemde aşağıdaki hesaplama tablosu yardımı ile karşılık tutarı hesaplanmaktadır:

Dönem	8'de oranı	Faktör Oranı	Alınan Prim	Kazanılmamış Prim Karşılığı
1. Çeyrek	1/8	0,125	2.000	250
2. Çeyrek	3/8	0,375	3.000	1.125
3. Çeyrek	5/8	0,625	5.000	3.125
4. Çeyrek	7/8	0,875	4.000	3.500
TOPLAM			14.000	8.000

¹²⁶ Rafet Aktaş, a.g.e.,s.51-54.

½ Esası: Yarım yıl yöntemi de denilen bu yöntemde bir yıl boyunca elde edilen prim tutarından komisyonlar düşüldükten sonra kalan kısmın yarısı kazanılmış, diğer yarısı ise kazanılmamış prim kabul edilmektedir.

1/24 Esası: Bu yöntemde ay bazında kazanılan primlere karşılık ayrılmaktadır. İlgili ay elde edilen primlerin ay ortasında elde edildiği varsayımına göre yıl sonuna gelindiğinde ilk ay olan Ocak ayının primlerinin 1/24'ünün, Şubat ayı primlerinin 3/24'ünün kazanılmadığı varsayılır. Bir yıl boyunca 100 000 YTL prim elde eden firmanın değişik aylarda topladığı primler ve buna karşı kazanılmamış prim karşılığı aşağıdaki örnek tabloda gösterilmiştir:

Aylar	24'te oranı	Faktör Oranı	Alınan Prim	Kazanılmamış Prim Karşılığı
Ocak	1/24	0,0417	5.000,00	208,33
Şubat	3/24	0,1250	6.000,00	750,00
Mart	5/24	0,2083	11.000,00	2.291,67
Nisan	7/24	0,2917	7.000,00	2.041,67
Mayıs	9/24	0,3750	10.000,00	3.750,00
Haziran	11/24	0,4583	9.000,00	4.125,00
Temmuz	13/24	0,5417	13.000,00	7.041,67
Ağustos	15/24	0,6250	8.000,00	5.000,00
Eylül	17/24	0,7083	6.000,00	4.250,00
Ekim	19/24	0,7917	9.000,00	7.125,00
Kasım	21/24	0,8750	7.000,00	6.125,00
Aralık	23/24	0,9583	9.000,00	8.625,00
TOPLAM			100.000,00	51.333,33

Gün veya 1/24 esasına göre hesaplama yapılması mümkün olmayan reasürans ve retrosesyon işlemlerinde, kazanılmamış primler karşılığı 1/8 esasına göre ayrılabilir.¹²⁷

Belirli bir bitiş tarihi olmayan emtea nakliyat sigortası sözleşmelerinde, istatistiki verilere göre tahmini bitiş tarihlerinin tespit edilmesi ve buna göre kazanılmamış primler karşılığı ayrılması gerekmektedir. Bu hesabın yapılamaması durumunda, son üç ayda tahakkuk etmiş primlerin % 50'si kazanılmamış primler karşılığı olarak ayrılır.¹²⁸

Kazanılmamış primler karşılığı reasürör payı tutarının hesabında yürürlükte bulunan reasürans anlaşmalarının şartları dikkate alınır.¹²⁹

İlgili hesap yılı içerisinde; cari hesap dönemi itibarıyla finansal tablolar düzenlenirken "Devreden Kazanılmamış Primler Karşılığı" rakamı olarak, bir önceki hesap yılı sonunun finansal tablolarında yer alan Kazanılmamış Primler Karşılığı rakamı yazılmalı, dönem "Kazanılmamış Primler Karşılığı" olarak ise finansal tabloların düzenlendiği tarih itibarıyla yürürlükte olan sigorta sözleşme primlerinin gün esasına göre hesaplanarak bulunan kazanılmamış kısımları toplamı alınmalıdır.¹³⁰

¹²⁷ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/6, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

¹²⁸ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/7, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

¹²⁹ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/8, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

¹³⁰ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/9, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

b. Devam eden riskler karşılığı

Sigorta sözleşmesinin süresi boyunca üstlenilen risk düzeyi ile kazanılan primlerin zamana bağlı dağılımının uyumlu olmadığı kabul edilen sigorta branşlarında, ayrıca kazanılmamış primler karşılığının şirketin taşıdığı risk ve beklenen masraf düzeyine göre yetersiz kalması halinde ayrılır.¹³¹ Devam eden riskler karşılığı genel karşılık niteliğindedir.

c. Muallak Tazminat Karşılığı

Şirketler, tahakkuk etmiş ve hesaben tespit edilmiş ancak daha önceki hesap dönemlerinde veya cari hesap döneminde fiilen ödenmemiş tazminat bedelleri veya bu bedel hesaplanamamış ise tahmini bedelleri ile gerçekleşmiş ancak rapor edilmemiş tazminat bedelleri için muallak tazminat karşılığı ayırmak zorundadır. Muallak tazminat karşılığına ilişkin hesaplamalarda rücu, sovtaj ve benzeri gelir kalemleri tenzil edilmiş olarak dikkate alınmalıdır. Muallak tazminat karşılığı borç ve gider karşılığı niteliğindedir.

d. Matematik Karşılıklar

Hayat ve hayat dışı branşında faaliyet gösteren şirketler bir yıldan uzun süreli hayat, sağlık ve ferdi kaza sigorta sözleşmeleri için sigorta ettirenler ile lehdarlara olan yükümlülüklerini karşılamak üzere aktüeryal esaslara göre yeterli düzeyde matematik karşılık ayırır.

e. Dengeleme Karşılığı

Takip eden hesap dönemlerinde meydana gelebilecek tazminat oranlarındaki dalgalanmaları dengelemek ve katastrofik riskleri karşılamak üzere kredi ve deprem teminatları için ayrılan karşılıktır. Dengeleme karşılığı genel karşılık niteliğindedir.

¹³¹ Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/9, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

f. İkramiye ve İndirimler Karşılığı

Sigorta şirketlerinin ikramiye ve indirim uygulamasına gitmesi durumunda, cari yılın teknik sonuçlarına göre sigortalılar ve lehdarlar için ayrılan ikramiye ve indirim tutarlarından oluşur.

3.2.SİGORTA FİRMALARINDA ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMI

Sigorta firmalarında, bankalarda da olduğu gibi faaliyet ve finanslama iç içe geçmiştir. Bundan dolayı sigorta firmalarının değerlemesinde firmaya serbest nakit akımlarından ziyade, özsermayeye serbest nakit akımı yaklaşımı kullanılmalıdır¹³².

Damodaran firmaya serbest nakit akımı yaklaşımının banka ve sigorta firmalarına uygulama zorluklarını irdelemiş ve özetle şu noktalara parmak basmıştır¹³³:

- **Teknik Karşılıklar-Borç Karşılaştırması:** Firmaya Serbest Nakit Akımı yaklaşımında tüm firma değeri tespit edilmekte, özsermaye değerine ulaşmak için borcun piyasa değerinin toplam firma değerinden çıkarılması gerekmektedir. Bu yaklaşımda dışarıdan alınan borç, firmanın normal işletme aktivitelerinden ziyade firma özsermayesine benzetilmektedir. Bir sigorta firmasının kaldıracağı özsermaye betasının ele alınmasında borç ile teknik karşılıklar arasında farklılık söz konusu olup, bu iki kaynağın türü, ekonomik mantığı ve ele alınış biçimi farklıdır.

¹³² Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, **a.g.e.**, s.455.

¹³³ Richard Goldfarb, **P&C Insurance Company Valuation**, Casualty Actuarial Society, 2005, s.18-19.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve Düzeltilmiş Bugünkü Değer:** Firmaya serbest nakit akımı yaklaşımında firma değeri tespit edilirken gelecekteki nakitler bugüne ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmektedir. Özsermaye değerinin bulunması için, tespit edilen firma değerinden borcun piyasa değeri çıkarılmaktadır.
- Alternatif olarak, serbest nakit akımları kaldıraçsız (borç kullanılmıyormuş gibi) özsermaye getiri oranı ile iskonto edilir, firma değeri borcun vergi etkisi, borcun özsermaye sahipleri üzerinde oluşturacağı riskler göz önünde bulundurulmadan hesaplanır. Özsermaye değeri, firma değerinden borcun piyasa değeri çıkarılarak tespit edilir ve sonra iki ayarlama yapılır. Birinci ayarlama, borcun vergi kalkanı değeri eklenerek borcun vergi etkisi görülür. İkinci ayarlama borcun özsermaye üzerinde yaratacağı potansiyel finansal sıkıntı maliyetlerinin eklenmesidir.
- Teknik karşılıkların varlığı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti veya düzeltilmiş bugünkü değer için gerekli özsermaye maliyetinin açık bir şekilde belirlenmesinde sorun oluşturmaktadır.

Sigorta firmalarının en büyük yükümlülüğü teknik karşılıklardır. Teknik karşılıklar, firmanın gelecekte karşısına çıkacak yükümlülüklerinin bugünkü değerini göstermektedir¹³⁴. Her yeni sigorta poliçesi teknik karşılıkları artırır. Bu önemli yükümlülük şüphesiz sigorta firmasının faaliyetlerinin bir parçasıdır. Teknik karşılıklar hissedarlar için değer yaratan bir yükümlülüktür. Bu sebepten sigorta firmalarının değerlemesi için firma değerlemesinden ziyade özsermaye değerlemesi düşüncesi doğmaktadır¹³⁵.

¹³⁴ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, **a.g.e.**, s.456.

¹³⁵ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, **a.g.e.**, s.458.

3.2.1.Özsermayeye Serbest Nakit Akımının Sigorta Firmaları İçin Düzenlenmesi

Sigorta firmalarının değerlemesinde özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı daha uygundur. Özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı, firmaya serbest nakit akımları yaklaşımına çok benzerdir, fakat bu yaklaşımda serbest nakit akımları, faiz ödemeleri, bu faiz ödemeleri için vergi etkisi ve net borçlanmadaki değişimlerden sonraki nakit akımlarıdır. Özsermayeye serbest nakit akımı yaklaşımı, özsermaye sahiplerine olan nakit akımlarına ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine de özsermaye maliyetine yoğunlaşır.

Klasik özsermayeye serbest nakit akımı, kitaplarda aşağıda özetlenen şekliyle ele alınmaktadır:

Tablo 3.7.: Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Tanımı

	Net Gelir
Artı	Nakit olmayan gider ve zararlar
Eksi	Net çalışma sermayesi yatırımı
Eksi	Sermaye (Yatırım) harcamaları
Artı	Net borçlanma
	Özsermayeye Serbest Nakit Akışı

Tek düzen hesap planında yer alan ancak nakit çıkışı gerektirmeyen giderler nakit akımına ulaşmak için ilave edilir. Bir sigorta firması için gelir tablosunda yer alan en göze çarpan nakit olmayan gider kalemi teknik karşılıklardaki artışlar gelir tablosundaki kara en fazla etki eden kalemlerdir ancak gerçekte nakit çıkışı yoktur. Karşılıklardaki değişim net gelire ilave edilmesi gerekir gibi bir görüntü ortaya çıkmakta ise de aşağıda açıklandığı gibi durum öyle değildir.

Özsermayeye serbest nakit akımları hesaplanırken net işletme sermayesindeki değişim ve yatırım harcamaları hesaplamaya dahil edilir. Bu tutarların her ikisi de firma faaliyetleri ve büyüme planları dahilinde gerçekleşecek yatırımlardır. İşletme sermayesi yatırımı firma faaliyetleri sırasında ortaya çıkan nakit harici varlıklar olup, örneğin stoklar ve ticari alacaklardan oluşur. Yatırım harcamaları, klasik olarak bina, arsa, tesis ve teçhizat vb. gibi fiziksel yatırımları ifade eder.

Sigorta firmaları için yatırım harcamaları kavramı daha karmaşık hal almaktadır çünkü hem teknik karşılıklardaki değişimler düzeltmeye dahil edilmeli, hem de firmanın mevzuat düzenlemeleri gereği sermaye yeterliliği artışları düzeltmeye dahil edilmelidir. Sermaye yeterliliği ilerleyen kısımda ele alınmaktadır.

- **Teknik Karşılıklarındaki Artışların Ele Alınış Biçimi-**
Özsermayeye serbest nakit akımları (FCFE) herhangi bir dönemdeki özsermaye sahiplerine yapılabilecek nakit akımlarını gösterir. İki yıllık sigorta poliçesi örneği verilirse, firma önceden primi toplamakta ve ikinci yıl sonunda da teminat ödemesi durumunda, net primler birinci dönemde pozitif net nakit akımı olacak, ikinci dönemde de teminat ödemeleri nedeniyle nakit akımı negatif olacaktır. Bundan dolayı ilk dönemde toplanan primin bir kısmının hissedarlara ödenmesine izin verilmemekte, bu kısım teknik karşılıklarında tutulmaktadır. Bu uygulamadan dolayı FCFE hesaplanırken teknik karşılıklarındaki değişiklikler sermaye harcamalarının içinde yer alabilir. Karşılıklardaki bu değişiklikler en önemli nakit çıkışı gerektirmeyen harcamaları yansıtır ki, FCFE genel tanımına göre net gelire geri eklenir ve aynı zamanda sermaye harcamalarının önemli bir kısmını yansıtır ki, bunlar da net gelirden çıkarılır. Ki bu iki düzenleme birbirlerini iptal ederler. Sonuç olarak gelir tablosuna zaten yansımış olan

teknik karşılıklar, net gelirden FCFE tahminine gidilirken ihmal edilebilir.

- **Sermaye Yeterliliğindeki Artışların Ele Alınış Biçimi-** Karşılıklara ek olarak sigorta firmaları sermaye yeterliliği konusunda düzenleme ile karşı karşıyadırlar. Düğme üreticisi düğme üretimi yapabilmek için makine yatırımı yapması gerekirken, sigorta firması da sigorta poliçesi satmadan önce sermaye yatırımı yapmalıdır. Sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler, serbest nakit akımının hesaplanmasında “sermaye (yatırım) harcamaları” içinde ele alınabilir. Sigorta firmasının büyüme ve karlılık hedeflerinin yerine getirilmesi finansal gücü ve kredibilitesi ile ilgili olarak kamu algılaması ile doğrudan ilişkilidir. İşletme planlarında belirtilen firmanın hedef kredi derecesini sağlamak için gerekli sermaye harcamalarına eşit olabilir. Her iki durumda da düzenleme ve mali yeterlilik gereklilikleri genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinde tanımlanan net gelirle ilişkili olarak serbest nakit akımlarının azalmasına hizmet eder.¹³⁶

Tablo 3.7 de sigorta firmaları için serbest nakit akımlarını tanımlanmaktadır. İşlem, gelir tablosundaki faaliyetlerden nakit ile başlamaktadır. Sonra bilançoda tespit edilen fon kaynakları eklenmekte ve fon kullanımları çıkarılmaktadır.

Sigorta firmalarında özsermaye değerlendirme yaklaşımı kullanılırken, borç ve karşılıklar gibi yükümlülükler, finanslama faaliyetleri içinde değerlendirilmeyip bu kalemlerin faaliyet kapsamında değerlendirilmesine dikkat edilmelidir. Faaliyetlerden sağlanan nakit akımlarının tahminine ulaşmadan önce, net gelirden faiz giderleri çıkarılmalıdır ve özsermaye sahipleri açısından ödenmemiş borç tutarlarındaki artışlar, nakit girişi olarak

¹³⁶ Richard Goldfarb, a.g.e., s.18-19.

ele alınmalıdır. Özsermaye yaklaşımı kullanılırken, sermaye yapısındaki değişmelerin özsermaye maliyetine ve özsermayeye nakit akımlarına olan etkisi unutulmamalıdır.¹³⁷

Tablo 3.8.: Sigorta Firmaları için Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Tanımlanması

Faaliyetlerden nakit	Kaynaklar	Kullanımlar
Net prim geliri - Aktifleştirilen edinme maliyetlerinin itfası - Tazminat ve hasarlar + Sigorta yükümlülük ve karşılıklarındaki artışlar (bilançodan) = Net Sigorta geliri (zararı) + Yatırım geliri + Diğer Gelir - Diğer Gider - Faiz gideri - Gelir vergisi = Net Gelir + Sermaye kazançları + Olağandışı kalemler - İmtiyazlı temettüleri - Azınlık faizi = Faaliyetlerden nakit	Borç hesaplarındaki artış + Borçtaki artış + Diğer yükümlülüklerdeki artış + İmtiyazlı hisse senetlerindeki artış	Yatırımlardaki ve nakitteki artış + Ticari Alacaklardaki artış + Duran varlıklardaki artış + Aktifleştirilen edinme maliyetlerindeki artış + Diğer varlıklardaki artış + Kazanılmamış primler karşılığı ve diğer karşılıklardaki artışlar
= Faaliyetlerden nakit	+ Kaynaklar	- Kullanımlar

Copeland, Koller ve Murrin'in ele aldığı sigorta firmasının bilanço, gelir tablosu ve özsermayeye nakit akım tabloları aşağıda yer almaktadır.

¹³⁷ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, **a.g.e.**, s.460.

Tablo 3.9.: TransAmerica-Geçmiş Bilançoları

(Milyon dolar)	1994	1995	1996	1997	1998
Aktif					
Sigorta Yatırımları	22496	28027	29385	32356	33656
Nakit ve kısa vadeli yatırımlar	64	68	472	133	159
İlave pazarlanabilir menkul kıymetler	0	0	0	0	0
Alıcılar	2610	3130	2383	2166	2254
Net Maddi Duran Varlıklar	2967	3274	3555	3392	3527
Maddi Olmayan duran varlıklar	444	402	389	423	423
Aktifleştirilen (ertelenen) poliçe edinme maliyetleri	2481	1974	2138	2103	2095
Riski Sigortalılara Ait Finansal Yatırımlar	1667	2533	3528	5495	9101
Diğer varlıklar	7665	8537	8024	5107	7287
Aktif Toplamı	40394	47944	49875	51173	58503
Pasif					
Toplam borç	9173	10338	10328	6235	8198
Satıcılar	1628	1672	1899	2097	2394
Riski Sigortalılara Ait Finansal Yatırımların Yükümlülüğü	1667	2533	3528	5495	9101
Diğer yükümlülükler	253	116	60	25	0
Toplam Borçlar	12720	14660	15816	13852	19693
Provizyon ve karşılıklar	24738	28785	29394	31725	32388
Azınlık faizi	200	200	525	715	715
İmtiyazlı hisseler	316	315	315	0	0
Adi hisseler	69	68	66	63	62
Hisse senedi primi	97	0	83	0	0
Net realize olmamış sermaye kazançları	(265)	1080	784	1534	1943
Dağıtılmamış karlar	2557	2866	2920	3331	3746
Transferler ve diğer hareketler (akımlar)	(38)	(29)	(28)	(46)	(46)
Özkaynak toplamı	2736	4300	4141	4881	5706
Pasif Toplamı	40394	47944	49875	51173	58503

Tablo 3.10.:TransAmerica-Geçmiş Gelir Tabloları

(Milyon dolar)	1994	1995	1996	1997	1998
Net prim geliri	1495	1863	1848	1818	1847
Yatırımlardan faiz geliri	1783	1990	2102	2169	2274
Realize olmuş sermaye kazançları	23	53	39	42	362
İkraz faiz geliri	1042	1165	1198	503	705
Diğer gelirler	1012	1030	1040	1195	1241
Toplam gelir	5354	6101	6228	5726	6429
Tazminat ve hasarlar	(2356)	(2859)	(2806)	(2811)	(2878)
Edinme maliyetlerinin itfası	(182)	(191)	(269)	(265)	(269)
Diğer giderler	(1451)	(1536)	(1595)	(1551)	(1789)
Toplam faaliyet giderleri	(3990)	(4586)	(4669)	(4628)	(4936)
Faiz giderleri	(574)	(717)	(690)	(421)	(429)
Olağanüstü karşılıklar öncesi gelir	791	799	868	678	1063
Olağanüstü karşılıklar	(101)	(94)	(283)	(16)	0
Vergi öncesi gelir	690	705	585	662	1063
Vergi	(262)	(235)	(129)	(130)	(356)
Olağandışı kalemler öncesi gelir	428	471	456	532	707
Olağandışı kalemler	(1)	0	0	262	0
Net gelir	427	471	456	794	707
Başlangıç Dağıtılmamış Kar	2298	2557	2866	2920	3331
Net gelir	427	471	456	794	707
Adi temettüler	(143)	(137)	(132)	(128)	(125)
İmtiyazlı temettüler	(25)	(18)	(17)	(3)	0
Potansiyel Karpayları	0	0	0	0	0
Düzeltilmeler	0	(7)	(253)	(253)	(167)
Nihai Dağıtılmamış karlar	2557	2866	2920	3331	3746

Bilanço ve gelir tablosu kalemleri kullanılarak hazırlanan özsermayeye serbest nakit akımları tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3.11.:TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu

(Milyon Dolar)	1995	1996	1997	1998
Net prim geliri	1863	1848	1818	1847
Aktifleştirilen edinme maliyetlerindeki itfa payı	(191)	(269)	(265)	(269)
Tazminat ve sigorta ödemeleri öncesi sigorta karı	1672	1579	1553	1578
Tazminat ve hasar ödemeleri	(2859)	(2806)	(2811)	(2878)
Sigorta yükümlülüğü ve karşılıklarındaki artışlar	3162	649	1599	194
Net sigorta nakit akışı	1974	(577)	341	(1106)
Net faiz geliri	1990	2102	2169	2274
Diğer gelir	2195	2238	1697	1946
Diğer gider	(1536)	(1595)	(1551)	(1789)
Olağandışı gelir	(94)	(283)	(16)	0
Vergi	(235)	(129)	(130)	(356)
Gerçekleşmiş (realize olmuş) sermaye kazancı	53	39	42	362
Olağandışı kalemler	0	0	262	0
Faaliyetlerden sağlanan nakit	4349	1796	2814	1330
Diğer nakit kaynakları				
Ticari borç ve diğer yükümlülüklerdeki artışlar	(92)	171	163	272
Kazanılmamış primler ve diğer karşılıklardaki art.	885	(41)	732	469
Toplam diğer nakit kaynakları	793	130	894	742
Nakit kullanımları				
Yatırımlardaki artış	5530	1359	2970	1301
Nakit ve kısa vadeli yatırımlardaki artış	3	404	(339)	27
Ticari alacaklardaki artış	520	(747)	(217)	88
Duran varlıklardaki artış	306	282	(163)	135
Maddi olmayan ve diğer varlıklardaki artış	830	(526)	(2884)	2180
Aktifleştirilen (ertelenen) edinme maliy. Artış	(506)	164	(36)	(8)
Toplam nakit kullanımları	6684	936	(669)	3723
Finanslamadan önceki nakit akışı	(1542)	990	4377	(1651)
Borçtaki artış	1165	(9)	(4093)	1963
Azınlık faizi	0	325	190	0
İmtiyazlı hisselerdeki artış	(1)	0	(315)	0
Faiz gideri	(717)	(690)	(421)	(429)
Özkaynağa serbest nakit akımı	(1094)	616	(262)	(118)

Copeland, Koller ve Murrin'in yukarıdaki gibi ele aldığı özsermayeye serbest nakit akımları tarafımızca önerilen ve aşağıda ele alınan farklı şekillerle de düzenlenebilir:

Tablo 3.12.: TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 1. Farklı Hesaplama Önerisi Şekli

	1995	1996	1997	1998
Net Gelir	471	456	794	707
Karşılıklardaki Artışlar	4047	609	2331	663
Net Realize olmamış sermaye kaz. Artışlar	1345	-296	750	409
Dağıtılmamış Karlardaki artışlar	309	54	411	415
Transferler ve diğer hareketlerdeki artışlar	9	1	-18	0
Satıcılardaki artışlar	44	227	198	297
Diğer yükümlülüklerdeki artışlar	-137	-56	-35	-25
Kazanılmamış primler ve diğer karşılıklardaki artış	-1663	241	-1143	-824
Yatırımlardaki artış (-)	-5531	-1358	-2971	-1300
Nakit ve kısa vadeli yatırımlardaki artış (-)	-4	-404	339	-26
Alıcılardaki artış (-)	-520	747	217	-88
Net Maddi Duran Varlıklardaki artış (-)	-307	-281	163	-135
Maddi olmayan duran varlıklardaki artış (-)	42	13	-34	0
Aktifleştirilen ed mly artış (-)	507	-164	35	8
Diğer varlıklardaki artış (-)	-872	513	2917	-2180
Borçtaki artış	1165	-10	-4093	1963
İmtiyazlı hisselerdeki artış	-1	0	-315	0
Azınlık faizindeki artış	0	325	190	0
Özsermayeye Serbest Nakit Akımı	-1096	617	-264	-116

Yukarıda farklı şekilde ele alınan özsermayeye serbest nakit akımı hesaplaması aşağıdaki tabloda özet halinde ele alındığında da sonuçlar değişmemektedir.

Tablo 3.13.:TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 2. Farklı Hesaplama Önerisi Şekli

	1995	1996	1997	1998
Net Gelir	471	456	794	707
Aktifteki artış (-)	-7550	-1931	-1298	-7330
Borçlardaki artış	1940	1156	-1964	5841
Karşılıklardaki artış	4047	609	2331	663
İmtiyazlı Hisselerdeki artış	-1	0	-315	0
Azınlık faizindeki artış	0	325	190	0
Özsermayeye Serbest Nakit Akımı	-1093	615	-262	-119

Yukarıda özetlenen özsermayeye nakit akımı hesaplaması farklı olarak aşağıda ele alınan haliyle de hesaplanabilmektedir.

Tablo 3.14.: TransAmerica Özsermayeye Nakit Akım Tablosu 3. Farklı Hesaplama Önerisi Şekli

	1995	1996	1997	1998
Net Gelir	471	456	794	707
Özsermayedeki artış (-)	-1564	159	-740	-825
İmtiyazlı Hisselerdeki artış	-1	0	-315	0
Özsermayeye Serbest Nakit Akımı	-1094	615	-261	-118

Bu çalışmada son bölümde yer alan sigorta firmalarının özsermayeye serbest nakit akımları hesaplamasında yukarıda tespit edilen son hesaplama yöntemi kullanılmaktadır. Yöntemden de görüldüğü üzere özsermaye tutarındaki artışlar nakit akımını etkilemektedir. Sigorta firmalarında sermayeye yetersizliği durumlarında özsermaye artışı mevzuata göre zorunlu kılınmaktadır. Sigorta firmalarında sermaye yeterliliği konusu aşağıda ele alınmıştır.

3.2.2.Sermaye Yeterliliği

Türkiye’de kurulu sigorta ve reasürans şirketleri ile emeklilik şirketlerinin mevcut yükümlülükleri ile potansiyel riskleri nedeniyle oluşabilecek zararlarına karşı yeterli miktarda özsermaye bulundurmalarını sağlamak amacıyla yönetmelik çıkarılmıştır. ¹³⁸

Bu yönetmeliğe göre sigorta şirketlerinin özsermaye yeterliliği hesaplanırken iki yöntem kullanılmaktadır. İki yöneme göre hesaplanan

¹³⁸ Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik, Resmi Gazete Tarihi: 19.01.2008 R.G. No: 26761.

tutardan yüksek olan özsermaye yeterliliği tutarı olmaktadır. Birinci yöntemle göre yapılan hesaplamada firmanın primleri ve hasar tutarları baz alınmaktadır. İkinci yöntemle göre gerekli özsermaye hesaplamasında ise, aktif riski, reasürans riski, aşırı prim artışı riski, yazım riski ve kur riski dikkate alınmaktadır.

3.2.2.1.Sigorta Dallarında Bazında Özsermaye Hesaplaması

Sigorta dallarına göre gerekli özsermaye; hayat dışı, hayat ve emeklilik branşları için ayrı ayrı hesaplanır.

Gerekli özsermaye; sağlık ve ferdi kaza branşları da dahil olmak üzere hayat dışı branşlarda, prim ve hasar esasına göre bulunan tutarlardan yüksek olanı; hayat branşlarında (yaşama ihtimaline bağlı sigortalar, vefat sigortası, karma sigorta, prim iadeli hayat sigortası, evlilik sigortası ve doğum sigortası ve yıllık gelir sigortası gibi sigortalardan ünite bazlı sigortalar dışında kalan sigorta türleri için) ise yükümlülüğe ve riske ilişkin sonuçların toplamıdır. İlgili branşta faaliyet gösteren firmalar için gerekli özsermaye tutarı, hayat ve hayat dışı branşlar ile emeklilik branşı için ayrı ayrı hesaplanan sonuçların toplamıdır.

3.2.2.1.1. Hayat Dışı Branşlar İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması

Hayat dışı branşlar için gerekli özsermaye yıllık prim ya da son üç yılda gerçekleşen hasarların ortalamasına dayanılarak hesaplanır. Ancak, kredi ve tarım sigortaları için hesaplamalarda son yedi yılda gerçekleşen hasarların ortalaması esas alınır.

a) Prim Esasına Göre Gerekli Özsermaye

Son bir yıllık süre içinde brüt yazılan primlerden (vergi ve harçlar hariç) fesih ve iptaller düşüldükten sonra kalan tutarın 95 milyon YTL' ye kadar olan kısmının %18, geri kalan kısmının ise %16 ile çarpılmasından sonra bulunan sonuçların toplamının; son üç yıllık süre içinde şirket üstünde kalan hasar tutarının brüt hasara oranı %50'den aşağı ise %50, yüksek ise bu oranla çarpılması sonucunda bulunan tutardır.

b) Hasar Esasına Göre Gerekli Özsermaye

Son üç yıllık sürede brüt ödenen hasarlara, son yıl muallak tazminatlar karşılığı (direkt ve endirekt işler için ayrılan dahil) eklenerek rücu yoluyla tahsil edilen hasar tazminatları ile içinde bulunulan yıl hariç olmak üzere üç yıl önce (kredi ve tarım sigortalarında yedi yıl önce) ayrılan muallak tazminat karşılıkları düşüldükten sonra tespit edilecek miktarın, yukarıda bahsedilen üç ve yedi yıl olarak belirtilen risk gruplarına göre 1/3'ü veya 1/7'si ayrılarak ilk 70 milyon YTL' ye kadar olan kısmı % 26, kalan kısmının % 23 ile çarpılması sonucu bulunan tutarlar toplamının son üç yıllık sürede firma üzerindeki net hasar tutarının brüt hasar tutarına oranı % 50 den aşağı ise % 50, yukarı ise bulunan oranla çarpılması sonucunda bulunan tutardır.

Prim ve hasar esasına göre gerekli özsermaye tutarlarının hesaplanmasında kullanılan prim ve hasar tutarları, Türkiye İstatistik Kurumu tarafından saptanmış yıllık Üretici Fiyat Endeksindeki artış oranı dikkate alınarak Hazine Müsteşarlığı'nca artırılabilir.

Hasar esasına göre gerekli özsermaye tutarının hesaplanması sırasında yeni devralınan portföyler dolayısıyla geçmiş üç yıllık veriye sahip olunamaması durumunda; portföyü devralan firma, portföyünü devraldığı

firmanın geçmiş verilerini kendi verileri ile konsolide ederek hesaplama yapabilir.

3.2.2.1.2. Hayat Branşları İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması

Hayat branşları için gerekli özsermaye tutarı aşağıdaki gibi hesaplanır.

a) Yükümlülük Esasına Göre Gerekli Özsermaye

Hayat matematik karşılığı (direkt ve endirekt işler dahil) ile bir yıllık hayat sigortaları için ayrılan kazanılmamış primler karşılığının toplamının %4'ünün, son bir yıl için ayrılan net matematik karşılıklar ile son bir yılda bir yıllık hayat sigortaları için ayrılan net kazanılmamış primler karşılığının toplamının brüt matematik karşılıklar ile bir yıllık hayat sigortaları için ayrılan brüt kazanılmamış primler karşılığının toplamına oranı %85 ten aşağı ise %85, yüksekse bulunan oranla çarpılması sonucunda elde edilen tutardır.

b) Risk Esasına Göre Gerekli Özsermaye

Ölüm halinde sigortalıya ödenecek meblağdan matematik karşılıklar ile kazanılmamış primler karşılığının düşülmesi sonucunda bulunan risk kapitalinden;

- 1) Sigorta süresi azami üç yıla kadar olanların % 0.1,
- 2) Sigorta süresi üç yıldan fazla beş yıldan az olanların % 0.15,
- 3) Sigorta süresi beş yıldan fazla olanlar için % 0.3,

ile çarpılmaları sonucunda elde edilen tutarlar toplamının, son bir yıldaki reasürans devirlerinden sonraki toplam risk kapitalinin reasürans devirlerinden önceki toplam risk kapitaline oranı % 50 den aşağı ise % 50, yüksek ise bulunan oranla çarpılması sonucunda bulunan tutardır.

3.2.2.1.3. Emeklilik Branşı İçin Gerekli Özsermaye Hesaplaması

Emeklilik branşı için gerekli özsermaye tutarı; katılımcılara ait bireysel emeklilik hesaplarındaki birikimlerin ilk 250 milyon YTL'lik kısmı için % 0.75, 250 milyon YTL ile 500 milyon YTL arasındaki kısmı için % 0.50 ve 500 milyon YTL'yi aşan kısmı için % 0.25 oranında olmalıdır.

3.2.2.2. Riskler Bazında Özsermaye Hesaplaması

İkinci yöntemle göre belirlenecek gerekli özsermaye hesaplamasında sigorta firmalarının; aktif riski, reasürans riski, aşırı prim artışı riski, muallak tazminat karşılığı riski, yazım riski ve kur riski dikkate alınır. Aktif riski, reasürans riski, aşırı prim artışı riski, muallak tazminat karşılığı riski, yazım riski ile kur riski sonuçlarının toplamı ikinci yöntemle göre gerekli özsermaye tutarına eşittir.

a. Aktif Riski Hesaplaması

Aktif riski hesaplamasında hesaplama dönemi itibarıyla bilançoda yer alan aktif hesap kalemleri aşağıda belirtilen risk ağırlıkları ile çarpılır;

- a) Kasa 0.000
- b) Bankalar 0.010
- c) Devlet Borçlanma Senetleri (Eurobond Dahil) 0.000
(Finansal Varlıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı Hariç)
- ç) Devlet Borçlanma Senetleri Karşılığında 0.000
Yapılan Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar
(Finansal Varlıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı Hariç)
- d) Kendi Sermaye Grubuna ait Hisse Senetleri 0.250
ve Diğer Değişken Getirili Finansal Varlıklar
- e) Diğer Hisse Senetleri ve Diğer Değişken 0.150

Getirili Finansal Varlıklar

(Finansal Varlıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı Hariç)

- f) Özel Sektör Bonoları 0.150
- g) Yatırım Fonu Katılma Belgeleri (A Tipi) 0.150
- ğ) Yatırım Fonu Katılma Belgeleri (B Tipi) 0.050
- h) Bağlı Menkul Kıymetler, İştirakler, 0.150

Bağlı Ortaklıklar ve Müşterek Yönetime Tabi

Ortaklıklar (Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik

Şirketleri Hariç) (Sermaye Taahhütleri ile Değer Düşüklüğü Karşılıkları Hariç)

- ı) Diğer Finansal Varlıklar 0.150
- i) Krediler (Aynı Topluluk İçinde Bulunan Şirketlere) 0.250
- j) Krediler (Diğer) 0.150
- k) İkrarlar 0.200
- l) İkrarlar (Hayat) 0.000
- m) Sigortacılık ve Emeklilik Faaliyetlerinden 0.250

Alacaklar (Net) – Alınan Teminatlar (Nakit,

Mevduat, Bankalarca Garanti Edilen

Kredi Kartı Ödemeleri ve Devlet Borçlanma

Senetlerinin %100'ü ile Gayrimenkullerin %30'u)

(Emeklilik Şirketlerinin Emeklilik Yatırım Fonları

Kapsamında Saklayıcı Şirketten Alacakları Hariç)

(Muaccel hale gelenler hariç)

Ayrıca ilave olarak vadeye kalan süresi

- i) 01- 90 gün kalan alacaklar için 0.005
- ii) 91-180 gün kalan alacaklar için 0.015
- iii) 181-270 gün kalan alacaklar için 0.050
- iv) 271-360 gün kalan alacaklar için 0.120
- v) 360 günden fazla kalan alacaklar için 0.200
- n) Reasürans Faaliyetlerinden Alacaklar ve Depolar 0.150
- o) İlişkili Taraflardan Alacaklar 0.200
- ö) Diğer Alacaklar 0.200

(Finansal Kiralama Alacakları, Verilen Depozito ve Teminatlar, Diğer Çeşitli Alacaklar)

p) Muaccel hale gelmiş alacaklar için

i) Vadesini bir ay geçmiş alacaklar için 0.255

ii) Vadesini iki ay geçmiş alacaklar için 1.000

(Finansal raporlama kapsamında her bir alacak için yapılan reeskont tutarı düşülür, ancak bu hesaplama sonucu hiç bir şekilde m bendine göre belirlenen tutardan düşük olamaz)

r) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller 0.200

s) Kullanım Amaçlı Gayrimenkuller 0.050

ş) Diğer Aktifler 0.150

(Gelecek Aylar ve Yıllar İhtiyacı Stoklar, İş Avansı, Personele Verilen Avanslar, Gayrimenkuller Hariç Olmak Üzere Maddi Varlıklar, Maddi Olmayan Varlıklar ve Yukarıda Sayılmayan Diğer Aktifler)

b. Reasürans Riski Hesaplaması

Reasürans riski hesaplaması, reasüröre devredilen toplam bölüşmeli reasürans primi ile yapılır. Hazine Müsteşarlığı'nca belirlenecek derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen A ve B dereceli reasürörlere devredilen riskler için 0.05, Türkiye'deki havuzlara devredilen riskler için 0.00, bunun dışındaki dereceler için 0.150 risk katsayısı ile devredilen bölüşmeli reasürans prim tutarı çarpılır. Türkiye'de faaliyette bulunan reasürans şirketlerinin derecelendirme notlarının ülke notunu aşamaması durumunda ülke notu A eşiti sayılır.

c. Aşırı Prim Artışı Riski Hesaplaması

Aşırı prim artışı riski hesaplamasında, toplam brüt yazılan primin bir önceki yıla göre artış oranı, zorunlu trafik sigortası sektör artış oranının %10'undan, diğer branşlarda ise sektör artış oranının %50'sinden fazla ise; aşan kısma 0.2 risk ağırlığı uygulanır. Özelliği itibarıyla belirli branşlarda bu oran Müsteşarlıkça düşürülebilir. Faaliyete yeni başlayan şirketlerin faaliyete başladıkları yıl bu risk sıfır olarak alınır. Hayat ve hayat dışı branşlar ile zorunlu trafik sigortası için sektör artış oranları hesaplama dönemleri itibarıyla Müsteşarlıkça ilan olunur.

d. Muallak Tazminat Karşılığı Riski Hesaplaması

Muallak tazminat karşılığı riski hesabında, branşlar itibarıyla o hesaplama dönemine ait kümülatif net muallak tazminat karşılığı tutarına aşağıdaki risk ağırlıkları uygulanır;

- a) Kaza 0.025
- b) Hastalık/Sağlık 0.100
- c) Kara Araçları 0.075
- ç) Raylı Araçlar 0.050
- d) Hava Araçları 0.050
- e) Su Araçları 0.050
- f) Nakliyat 0.050
- g) Yangın ve Doğal Afetler 0.050
- ğ) Genel Zararlar 0.050
- h) Kara Araçları Sorumluluk 0.100
- ı) Hava Araçları Sorumluluk 0.050
- i) Su Araçları Sorumluluk 0.050
- j) Genel Sorumluluk 0.050
- k) Kredi 0.075
- l) Emniyeti Suistimal 0.050

- m) Finansal Kayıplar 0.050
- n) Hukuksal Koruma 0.050
- o) Destek 0.050
- ö) Hayat 0.025

e. Yazım Riski Hesaplaması

Yazım Riski hesaplamasında, hesaplama dönemleri itibarıyla son 12 ayı kapsayacak şekilde ve branşlar itibarıyla dikkate alınan brüt yazılan primler tutarlarından varsa bölüşmeli reasürans için reasüröre devredilen primler indirilerek, kalan bakiyeye aşağıdaki risk ağırlıkları uygulanır;

- a) Kaza 0.050
- b) Hastalık/Sağlık 0.200
- c) Kara Araçları 0.150
- ç) Raylı Araçlar 0.100
- d) Hava Araçları 0.100
- e) Su Araçları 0.100
- f) Nakliyat 0.100
- g) Yangın ve Doğal Afetler 0.100
- ğ) Genel Zararlar 0.100
- h) Kara Araçları Sorumluluk 0.200
- ı) Hava Araçları Sorumluluk 0.100
- i) Su Araçları Sorumluluk 0.100
- j) Genel Sorumluluk 0.100
- k) Kredi 0.150
- l) Emniyeti Suistimal 0.100
- m) Finansal Kayıplar 0.100
- n) Hukuksal Koruma 0.100
- o) Destek 0.100
- ö) Hayat 0.050

f. Kur Riski Hesaplaması

Firmaların tüm döviz varlıkları ve yükümlülükleri için kur riskinin hesaplanması amacıyla, aktif ve pasif hesaplarda bulunan her bir döviz cinsinin dönem sonu itibarıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz alış kuru ile çarpılması ile bulunan Yeni Türk Lirası karşılıkları hesaplanarak döviz varlıkları toplamı ile döviz yükümlülükler toplamı bulunur ve toplam varlık ve yükümlülükler arası farkın mutlak değeri 0.075 risk ağırlığı ile çarpılır.

Birinci yöntem de ele alınan prim esası, hasar esası ve ikinci yöntemde göre sigorta firmalarının 2006 yılı için hesaplanılan gerekli özsermaye tutarları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 3.15.: Sigorta Firmalarının 2006 Yılı Bilanço ve Gelir Tablolarına Göre Hesaplanmış Gerekli Özsermaye Tutarları

Firma Adı	Birinci Yöntem		İkinci Yöntem
	Prim Esası	Hasar Esası	
AIG	13.863	6.645	12.047
AKSİGORTA	54.324	80.104	84.979
ANADOLU ANONİM TÜRK	135.359	115.138	143.912
ANKARA ANONİM TÜRK	18.731	28.251	27.928
COMMERCIAL UNION	27.430	18.517	22.954
AXA OYAK	144.242	109.448	110.515
BAŞAK	49.270	60.622	47.687
BATI	3	3.713	131
BİRLİK	16.129	10.983	18.934
İSVİÇRE	56.716	60.659	58.340
FİNANS	25.819	21.345	22.391
GARANTİ	30.036	29.173	39.490
GENERALİ	6.470	8.886	7.641
GÜNEŞ	47.823	59.494	50.924
GÜVEN	27.101	22.608	23.051
İHLAS	12.324	9.729	17.400
HÜR	7.068	4.357	6.004
İŞİK	12.154	10.272	10.740
KOÇ ALLIANZ	93.608	78.253	86.173

RAY	30.524	31.484	28.445
ŞEKER	11.542	13.545	20.771
TEB	14.411	9.935	18.103
TİCARET	51	754	119
TOPRAK	604	974	732
T. GENEL	35.623	24.755	54.079
YAPI KREDİ	73.861	70.383	68.374

BÖLÜM IV

ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YAKLAŞIMI İLE TÜRKİYE’DE KURULU HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ

Bu bölümde sigorta firmalarının geçmiş mali tabloları kullanılarak gelecekte sağlanacak özsermayeye serbest nakit akımları tahmin edilerek firmanın özsermaye değeri tespit edilecektir. Sigorta firmalarının özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile değer tespitinin adımları reel sektör firma değerlemesindeki gibidir. Birinci olarak geçmiş bilanço ve gelir tabloları elde edilir ve serbest nakit akımları ve yararlı rasyolar hesaplanır. Bu hesaplamalar endüstrinin durumunu ve karşılaştırılabilir firmaları anlama açısından tarihi bir perspektif geliştirilmesini sağlar ve finansal durumun tahmin edilmesine yardımcı olur.¹³⁹

4.1. İMKB’DE İŞLEM GÖREN HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ

Bu kısımda örnek uygulama detaylı olarak ele alınacak, diğer firmaların hesaplama sonuçları özet halinde sunulacaktır.

4.1.1. Uygulama Örneği: AKSİGORTA

1960 yılında kurulan firma 1994 yılında hisse senetlerini halka arz ederek İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. Hisselerinin %62’lik kısmı Hacı Ömer Sabancı Holding’e ait olup, kalan %38’lik kısım İMKB’de işlem görmektedir.

¹³⁹ Tom COPELAND, Tim KOLLER, Jack MURRIN, age, s.460.

a) Mali Tabloların Analize Uygun Hale Getirilmesi

Sigorta firmalarının mali tablolarının kalemler olarak dönemler itibariyle farklı olması nedeniyle 2005 yılı öncesi ve 2005 ile 2006 yılları mali tablolarının paralel duruma getirilmesi ve gelecek mali tabloların daha kolay tahmin edilebilirliği açısından kalem sayısı azaltılarak yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Yeniden düzenlenmiş bilanço ve gelir tablosu kalemler itibariyle aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 4.1.: Aksigorta 2002-2006 Bilançolarının Düzenlenmesi

(000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	3	3	1	11	1
FİNANSAL VARLIKLAR	183.807	293.111	339.035	1.772.067	1.796.219
TİCARİ ALACAKLAR	85.448	111.891	133.625	211.085	249.503
MADDİ DURAN VARLIKLAR	22.625	34.036	38.701	48.422	47.973
DİĞER VARLIKLAR	15.367	7.613	10.460	1.316	4.581
AKTİF TOPLAMI	307.250	446.654	521.823	2.032.901	2.098.276
YÜKÜMLÜKLER	124.916	167.702	202.625	268.190	326.192
FİNANSAL BORÇLAR				316	0
TİCARİ BORÇLAR	20.055	15.765	20.278	61.649	52.678
TEKNİK KARŞILIKLAR	79.338	132.869	162.113	186.825	251.415
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	25.523	19.068	20.233	19.400	22.099
ÖZSERMAYE	182.334	278.952	319.198	1.764.710	1.772.085
ÖDENMİŞ SERMAYE	67.500	153.000	153.000	339.172	434.339
SERMAYE VE KAR YEDEK	86.588	84.722	99.718	1.348.197	1.258.468
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZAR	0	0	0	5.093	5.093
DÖNEM NET KAR ZARARI	28.246	41.230	66.480	72.248	74.184
PASİF TOPLAMI	307.250	446.654	521.823	2.032.901	2.098.276

Tablo 4.2.: Aksigorta 2002-2006 Gelir Tablolarının Düzenlenmesi

(000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
NET PRİM GELİRİ	87.749	128.138	172.537	236.234	312.810
YATIRIMLARIN GELİRİ	55.835	80.392	96.755	92.392	98.865
DİĞER GELİRLER	37.421	40.017	36.081	18.749	28.642
GELİR TOPLAMI	181.005	248.547	305.374	347.375	440.317
ÖDENEN TAZMİNATLAR	52.319	75.732	111.981	165.539	218.383
DİĞER GİDERLER	84.928	125.833	123.931	97.649	145.302
GİDER TOPLAMI	137.247	201.565	235.912	263.188	363.684

VERGİ ÖNCESİ					
KAR/ZARAR	43.758	46.982	69.462	84.188	76.633
VERGİ	15.966	5.752	2.982	11.940	5.067
NET KAR	27.792	41.230	66.480	72.248	71.566

Bilanço ve gelir tabloları yeniden düzenlendikten sonra yıllar itibariyle enflasyondan arındırmak amacıyla tüm tutarlar üretici fiyatları endeksi ile düzeltme yapılır. Örnek firmanın enflasyona göre düzeltme yapılmış mali tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4.3.: Aksigorta 2002-2006 Bilançolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi

(000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	4	4	1	12	1
FINANSAL VARLIKLAR	273.106	382.222	388.358	1.977.272	1.796.219
TİCARİ ALACAKLAR	126.961	145.908	153.065	235.528	249.503
MADDİ DURAN VARLIKLAR	33.617	44.384	44.331	54.029	47.973
DİĞER VARLIKLAR	22.833	9.927	11.982	1.468	4.581
AKTİF TOPLAMI	456.521	582.445	597.738	2.268.310	2.098.276
YÜKÜMLÜKLER	185.604	218.686	232.103	299.247	326.192
Finansal Borçlar	0	0	0	352	0
TİCARİ BORÇLAR	29.798	20.558	23.229	68.788	52.678
TEKNİK KARŞILIKLAR	117.883	173.263	185.698	208.460	251.415
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	37.923	24.865	23.177	21.647	22.099
ÖZSERMAYE	270.917	363.758	365.635	1.969.064	1.772.085
ÖDENMİŞ SERMAYE	100.293	199.515	175.258	378.449	434.339
SERMAYE VE KAR YEDEK	128.655	110.479	114.225	1.504.318	1.258.468
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZAR	0	0	0	5.683	5.093
DÖNEM NET KAR ZARARI	41.969	53.765	76.152	80.614	74.184
PASİF TOPLAMI	456.521	582.445	597.738	2.268.310	2.098.276

Tablo 4.4.: Aksigorta 2002-2006 Gelir Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi

(000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
NET PRİM GELİRİ	130.380	167.094	197.638	263.590	312.810
YATIRIMLARIN GELİRİ	82.961	104.833	110.831	103.091	98.865
DİĞER GELİRLER	55.601	52.183	41.331	20.920	28.642
GELİR TOPLAMI	268.942	324.110	349.799	387.601	440.317
ÖDENEN TAZMİNATLAR	77.737	98.756	128.272	184.708	218.383
DİĞER GİDERLER	126.188	164.088	141.961	108.957	145.302
GİDER TOPLAMI	203.925	262.844	270.232	293.665	363.684
VERGİ ÖNCESİ					
KAR/ZARAR	65.017	61.265	79.567	93.937	76.633
Vergi	23.723	7.501	3.416	13.322	5.067
NET KAR	41.294	53.765	76.151	80.614	71.566

Bilanço ve gelir tabloları enflasyona göre düzeltme yapıldıktan sonra aşağıda ele alınan rasyolar elde edilmektedir.

Tablo4.5.: Aksigorta 2002-2006 Seçilmiş Tarihi Rasyolar

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		28,16%	18,28%	33,37%	18,67%	24,62%	7,41%
YATIRIM GETİRİ ORANI	30,38%	27,43%	28,54%	5,21%	5,50%	19,41%	12,87%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	42,65%	31,23%	20,91%	7,94%	9,16%	22,38%	14,79%
NET HASAR/NET PRİM	59,62%	59,10%	64,90%	70,07%	69,81%	64,70%	5,30%
DİĞER GİDER/NET PRİM	96,79%	98,20%	71,83%	41,34%	46,45%	70,92%	26,87%
NAKİT/TOPLAM GELİR TEKNİK	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR TEKNİK	43,16%	45,33%	47,82%	10,54%	14,00%	32,17%	18,28%
KARŞILIKLAR/PASİF	25,82%	29,75%	31,07%	9,19%	11,98%	21,56%	10,25%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	97,38%	87,32%	77,45%	89,35%	79,76%	86,25%	7,97%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	12,50%	13,69%	12,67%	13,94%	10,90%	12,74%	1,21%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	8,49%	3,06%	3,43%	0,38%	1,04%	3,28%	3,19%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	11,08%	6,34%	6,64%	17,75%	11,96%	10,75%	4,66%

KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM DİĞER	0,00%	33,14%	6,29%	8,64%	13,73%	15,45%	12,20%
YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	14,10%	7,67%	6,63%	5,58%	5,02%	7,80%	3,67%
AKTİF BÜYÜME HIZI		27,58%	2,63%	279,5%	-7,50%	75,55%	136,75%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	15,49%	14,78%	20,83%	4,09%	4,19%	11,88%	7,44%
AKTİF KARLILIĞI	9,19%	9,23%	12,74%	3,55%	3,54%	7,65%	4,02%

Firmanın geleceğe ilişkin rasyolarının ve mali tablolarının tahminine geçmeden önce içinde bulunduğu “Hayat Dışı Sigorta Sektörü”nün konsolide edilmiş bilanço, gelir tablosu ve rasyolarının tespit edilmesi gerekmektedir. Hayat dışı sigorta sektörünün 2002-2006 yılları bilançoları ve gelir tabloları analiz için belirlenen formatta aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 4.6.: Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Konsolide Bilançoları

(000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
KASA	10.868	4.871	3.798	4.287	4.010
	1.332.34	1.950.35	2.619.81	5.072.70	5.768.63
FİNANSAL VARLIKLAR	7	6	6	3	4
		1.254.61	1.743.77	2.112.71	2.623.90
TİCARİ ALACAKLAR	959.143	4	6	8	2
MADDİ DURAN VARLIK	299.773	382.275	385.419	450.095	422.127
DİĞER VARLIKLAR	46.407	84.607	115.654	220.633	240.917
AKTİF TOPLAMI	2.648.53	3.676.72	4.868.46	7.860.43	9.059.59
	9	3	3	7	1
	1.601.85	2.345.95	3.282.60	3.859.03	4.961.33
YÜKÜMLÜKLER	8	4	9	8	2
Finansal Borçlar				3.444	3.601
TİCARİ BORÇLAR	281.496	344.622	367.930	518.338	648.518
	1.028.92	1.663.61	2.429.21	3.058.02	3.979.52
TEKNİK KARŞILIKLAR	3	6	0	7	1
DİĞER YÜKÜMLÜLÜK	291.439	337.716	485.470	279.229	329.692
	1.046.68	1.330.76	1.585.85	4.001.40	4.098.25
ÖZSERMAYE	1	9	3	1	9
				2.221.42	2.406.88
ÖDENMİŞ SERMAYE	575.588	844.765	978.496	6	9
				1.968.98	1.829.92
SERMAYE VE KAR YED.	316.826	381.783	402.854	6	7
GEÇM.YILLAR KAR ZAR	-26.600	-40.369	-66.343	-465.165	-279.868
DÖNEM NET KAR ZAR.	180.867	144.590	270.846	276.154	141.312
	2.648.53	3.676.72	4.868.46	7.860.43	9.059.59
PASİF TOPLAMI	9	3	3	8	1

Tablo 4.7.: Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Konsolide Gelir Tabloları

(000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	1.455.051	2.088.909	3.300.243	4.202.189	4.787.714
YATIRIMLARIN GELİRİ	539.016	588.538	602.593	502.258	572.529
DİĞER GELİRLER	310.763	356.848	457.855	82.783	298.860
GELİR TOPLAMI	2.304.830	3.034.294	4.360.691	4.787.229	5.659.103
ÖDENEN TAZMİNAT	839.773	1.125.595	1.777.670	2.654.001	3.319.501
DİĞER GİDERLER	1.210.165	1.711.964	2.240.052	1.757.256	2.149.260
GİDER TOPLAMI	2.049.938	2.837.558	4.017.722	4.411.256	5.468.762
VERGİ ÖNCESİ					
KAR/ZARAR	254.891	196.736	342.969	375.973	190.341
VERGİ	70.484	52.146	72.123	93.440	51.389
NET KAR	184.408	144.590	270.846	282.533	138.952

Hayat dışı sigorta sektörü rasyolarının hesaplanmasına geçmeden önce enflasyona göre düzeltilmiş mali tablolar oluşturulmuştur. Aşağıda sektörün enflasyona göre düzeltilmiş bilanço ve gelir tabloları yer almaktadır.

Tablo 4.8.: Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançoları

	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	16.148	6.352	4.350	4.784	4.010
FİNANSAL VARLIKLAR	1.979.639	2.543.298	3.000.947	5.660.121	5.768.634
TİCARİ ALACAKLAR	1.425.122	1.636.038	1.997.461	2.357.371	2.623.902
MADDİ DURAN VARLIK	445.412	498.493	441.490	502.216	422.127
DİĞER VARLIKLAR	68.953	110.329	132.479	246.182	240.917
AKTİF TOPLAMI	3.935.274	4.794.510	5.576.728	8.770.675	9.059.591
YÜKÜMLÜKLER	2.380.086	3.059.165	3.760.164	4.305.913	4.961.332
Finansal Borçlar	0	0	0	3.842	3.601
TİCARİ BORÇLAR	418.254	449.393	421.456	578.361	648.518
TEKNİK KARŞILIKLAR	1.528.802	2.169.384	2.782.612	3.412.146	3.979.521
DİĞER YÜKÜMLÜLÜK	433.029	440.388	556.096	311.564	329.692
ÖZSERMAYE	1.555.188	1.735.346	1.816.564	4.464.762	4.098.259
ÖDENMİŞ SERMAYE	855.225	1.101.588	1.120.848	2.478.667	2.406.889
SERMAYE VE KAR YED.	470.750	497.852	461.462	2.196.994	1.829.927
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZA.	-39.524	-52.642	-75.995	-519.031	-279.868
DÖNEM NET KAR ZAR.	268.737	188.548	310.249	308.133	141.312
PASİF TOPLAMI	3.935.274	4.794.510	5.576.728	8.770.675	9.059.591

Tablo4.9.: Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	2.161.956	2.723.973	3.780.363	4.688.801	4.787.714
YATIRIMLARIN GELİRİ	800.885	767.464	690.258	560.419	572.529
DİĞER GELİRLER	461.740	465.336	524.464	92.369	298.860
GELİR TOPLAMI	3.424.581	3.956.772	4.995.086	5.341.589	5.659.103
ÖDENEN TAZMİNATLAR	1.247.759	1.467.795	2.036.286	2.961.333	3.319.501
DİĞER GİDERLER	1.798.097	2.232.430	2.565.936	1.960.746	2.149.260
GİDER TOPLAMI	3.045.856	3.700.225	4.602.222	4.922.079	5.468.762
VERGİ ÖNCESİ					
KAR/ZARAR	378.725	256.547	392.864	419.510	190.341
VERGİ	104.727	67.999	82.615	104.260	51.389
NET KAR	273.998	188.548	310.248	315.250	138.952

Enflasyona göre düzeltilmiş mali tablolara göre sektörün rasyoları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4.10: Hayat Dışı Sigorta Sektörü 2002-2006 Seçilmiş Tarihi Rasyolar

	2002	2003	2004	2005	2006	Ort.	St.Sap.
Faaliyet için nakit/Toplam Gelirler	0,47%	0,16%	0,09%	0,09%	0,07%	0,18%	0,17%
Teknik karşılıklar/Yatırımlar	77,23%	85,30%	92,72%	60,28%	68,99%	76,90%	12,84%
Ticari alacaklar/Net Primler	65,92%	60,06%	52,84%	50,28%	54,80%	56,78%	6,25%
Net Mad.Dur.V/Toplam Gelir	13,01%	12,60%	8,84%	9,40%	7,46%	10,26%	2,43%
Diğer Varlıklar / Toplam gelir	2,01%	2,79%	2,65%	4,61%	4,26%	3,26%	1,11%
Finansal Varlıklar/Teknik Karşılıklar	129,49%	117,24%	107,85%	165,88%	144,96%	133,08%	23,01%
Ticari borçlar/Toplam gelir	12,21%	11,36%	8,44%	10,83%	11,46%	10,86%	1,44%
Karşılıklardaki Artış/Primler		23,52%	16,22%	13,43%	11,85%	16,25%	5,17%
Diğer yükümlülük/Toplam gelir	12,64%	11,13%	11,13%	5,83%	5,83%	9,31%	3,24%
Teknik Karşılıklar/Pasif	38,85%	45,25%	49,90%	38,90%	43,93%	43,36%	4,66%
Net Primdeki Büyüme		26,00%	38,78%	24,03%	2,11%	22,73%	15,22%
Yatırım Geliri/Yatırımlar	40,46%	30,18%	23,00%	9,90%	9,92%	22,69%	13,21%
Diğer Gelirler/Yatırım Geliri	21,36%	17,08%	13,87%	1,97%	6,24%	12,11%	7,92%
Net Hasar/Net Primler	57,71%	53,88%	53,86%	63,16%	69,33%	59,59%	6,64%
Diğer Giderler/Net Prim Geliri	83,17%	81,95%	67,88%	41,82%	44,89%	63,94%	19,76%
Diğer Giderlerde Büyüme		24,16%	14,94%	-23,59%	9,61%	6,28%	20,80%
Özsermaye Karlılığı	17,28%	10,87%	17,08%	6,90%	3,45%	11,11%	6,13%
Aktif Karlılığı	6,83%	3,93%	5,56%	3,51%	1,56%	4,28%	2,02%

b) Firmanın Sektör İçindeki Yeri

Firma Hayat Dışı Sigorta Sektörü içinde önemli bir paya sahip olup, Net primlerin yaklaşık %6'sı Aksigorta tarafından üretilmektedir.

Tablo 4.11.: Aksigorta'nın Hayat Dışı Sigorta Sektörü İçindeki Payı

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	11,60%	12,15%	10,72%	25,86%	23,16%
Teknik Karşılıklar	7,71%	7,99%	6,67%	6,11%	6,32%
Özsermaye	17,42%	20,96%	20,13%	44,10%	43,24%
Net Prim	6,03%	6,13%	5,23%	5,62%	6,53%
Net Kar	15,07%	28,52%	24,55%	25,57%	51,50%

c) Dikey Analiz

Firmanın 2006 yılı bilanço aktifinin %26'sı Cari Varlıklar, %74'ü ise Cari Olmayan Varlıklardan oluşmaktadır. Cari Varlıklar grubunda, aktifin %7'sini Nakit ve Benzeri Varlıklar altında Bankalar hesabı, %12'sini Esas Faaliyetlerden Alacaklar kalemi, %3'ünü Finansal Varlıklar ile Riski Sigortalılara Ait Finansal Varlıklar oluşturmakta iken Cari Olmayan Varlıklar grubunda aktifin %75'ini Finansal Varlıklar (Bağlı Menkul Kıymetler %66, İştirakler %9), Maddi Varlıklar kalemi ise %2'sini oluşturmaktadır.

Sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında, Aksigorta'nın Cari Olmayan Varlıklara (uzun vadeli finansal varlıklara) çok daha fazla yatırım yaptığı göze çarpmaktadır.

Firmanın pasifinin %12'sini Kısa Vadeli Yükümlülükler, %3'ünü Uzun Vadeli Yükümlülükler ve %84'ünü Özsermaye oluşturmaktadır. Pasif içinde göze çarpan kalemler, Esas Faaliyetlerden Borçlar %3, Sigortacılık Teknik Karşılıkları %12 (kısa ve uzun vadeli), Ödenmiş Sermaye %21, Kar Yedekleri %60, Dönem Net Karı %3,5'tir.

Sektör ortalamasına göre Özsermaye oranı yüksektir. Bu durum finansal varlıkların değerlemesinden kaynaklanmaktadır.

d) Tarihi Performans Analizi

Firmanın analize uygun hale getirilen ve Üretici Fiyatları Endeksi ile 2006 yılı fiyatları ile ifade edilen 2002-2006 yılları arası bilanço ve gelir tabloları verilerine göre elde edilen oranlara göre göze çarpan bazı hususlar şunlardır.

- i. Primlerdeki büyüme sektör konsolide ortalamasının üzerindedir. Ancak sektörde ve firmada primlerin giderek büyüme hızı düşmektedir.
- ii. Finansal yatırımların getiri oranı sektör konsolide ortalamasının altındadır. Sektörde ve firmada yatırımların getiri oranı giderek düşmektedir.
- iii. Diğer gelirlerin yatırım gelirlerine oranı sektör konsolide ortalamasının üstünde olup, sektörde ve firmada bu oran giderek azalmaktadır.
- iv. Net Hasarın net primlere oranı sektör konsolide ortalamasına yakın olup, bu oran artış eğilimindedir.
- v. Diğer giderlerin net primlere oranı sektör konsolide ortalamasının hafif üzerinde olup, giderek bu oran azalmaktadır.
- vi. Teknik karşılıkların yatırımlara oranı sektör konsolidesine ait orandan düşük olup, bu düşüklük firmanın özel durumundan kaynaklanmaktadır. Firmanın gruba ait diğer firmalara iştirak yatırımı yapmış olup, bu durum firmayı sektördeki diğer çoğu firmadan farklı kılmaktadır.
- vii. 2005 yılında Muhasebeleştirme ve Raporlamada Uluslar arası Muhasebe Standartlarına geçişle beraber, firmaların uzun vadeli iştirak ve bağlı menkul kıymet yatırımlarının güncellenmesiyle beraber aktif ve pasif yapısında aşırı bir büyüme ortaya çıkmıştır.

e)Projeksiyon Kriterleri

Net primlerdeki büyüme oranı olarak firmanın ortalama primlerdeki büyüme oranı alınmıştır. Yatırımların getiri oranı, diğer gelirlerin yatırım gelirin oranı ve net hasarın net prime oranı olarak sektörün ortalama oranları kullanılmıştır. Diğer giderin net prime oranı giderek azalış gösterdiğinden firmanın son yılın verisi alınmıştır. Nakit/Toplam Gelir oranı olarak firmanın ortalama verisi kullanılmıştır. Firmanın uzun vadeli iştirak yatırımları nedeniyle Teknik karşılıklar/Yatırımlar oranı sektör ortalamasına göre çok düşüktür. Bu durum firmanın sigorta faaliyetleri nedeniyle yapması gereken finansal yatırımdan çok yüksek yatırım yapmış olduğunu göstermektedir. Firma normal sigorta faaliyetleri sonucunda yapması gereken finansal varlıklarının hangi düzeyde olması gerektiğini tespit etmek amacıyla Teknik karşılıklar/Yatırımlar oranı olarak firmanın tarihi ortalaması yerine sektörün ortalama verisinin kullanılması uygun olacaktır. Diğer oranlarda firmanın tarihi oranlarının ortalaması kullanılmıştır.

Tablo 4.12.: Aksigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	24,62%	24,62%	24,62%	24,62%	24,62%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	46,45%	46,45%	46,45%	46,45%	46,45%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	86,25%	86,25%	86,25%	86,25%	86,25%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	12,74%	12,74%	12,74%	12,74%	12,74%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	3,28%	3,28%	3,28%	3,28%	3,28%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%	10,75%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%
DİĞER YÜKÜML./TOPLAM GELİR	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%

f)Tahmin Dönemi Mali Tabloları

Mali tabloların tahmini sırasında asgari özsermaye gerekliliği konusuna da dikkat etmek gerekmektedir. Firmanın esas faaliyet konusu ile ilgili olarak tahmin edilen özsermaye tutarları asgari gerekli özsermaye tutarını aşmaktadır. Tahmini bilançolar tespit edilmeden önce 2006 yılının bilançosu sektör ortalamasına uygun olarak yeniden düzenlenmiştir. 2006 yeniden düzenlenmiş bilanço ve tahmin dönemi bilanço-gelir tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4.13.: Aksigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	775	932	1.162	1.449	1.807	2.253
FİNANSAL VARLIKLAR	326.922	409.312	511.987	639.941	799.397	998.112
TİCARİ ALACAKLAR	177.612	221.341	275.836	343.748	428.380	533.849
MADDİ DURAN VARLIK	56.098	67.510	84.186	104.968	130.866	163.141
DİĞER VARLIKLAR	14.372	17.296	21.568	26.892	33.527	41.796
AKTİF TOPLAMI	575.778	716.391	894.740	1.116.998	1.393.978	1.739.152
YÜKÜMLÜKLER	340.237	421.668	527.033	658.339	821.974	1.025.896
TİCARİ BORÇLAR	47.815	57.542	71.756	89.469	111.543	139.053
TEKNİK KARŞILIKLAR	251.415	314.776	393.737	492.138	614.766	767.585
DİĞER YÜKÜMLÜLÜK	41.008	49.350	61.541	76.733	95.665	119.258
ÖZSERMAYE	235.541	294.723	367.707	458.659	572.005	713.256
PASİF TOPLAMI	575.778	716.391	894.740	1.116.998	1.393.978	1.739.152

Tablo 4.14.: Aksigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	312.810	389.825	485.801	605.407	754.461	940.213
YATIRIMLARIN GELİRİ	98.865	92.881	116.179	145.215	181.398	226.491
DİĞER GELİRLER	28.642	47.189	58.807	73.286	91.329	113.815
GELİR TOPLAMI	440.317	529.894	660.788	823.908	1.027.189	1.280.518
ÖDENEN TAZMİNAT	218.383	232.300	289.494	360.768	449.591	560.282
DİĞER GİDERLER	145.302	181.076	225.657	281.215	350.451	436.734
GİDER TOPLAMI	363.684	413.376	515.151	641.983	800.042	997.016
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	76.633	116.518	145.637	181.925	227.146	283.502
VERGİ	5.067	23.304	29.127	36.385	45.429	56.700
DÖNEM NET KARI	71.566	93.215	116.510	145.540	181.717	226.802

g) Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması

Tahmini oranlar kullanılarak hesaplanan mali tablolar kullanılarak hesaplanan özsermayeye serbest nakit akımları aşağıdaki gibidir.

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		93.215	116.510	145.540	181.717	226.802
Özsermayedeki artış	-1.733.523	59.182	72.984	90.953	113.346	141.252
FCFE	1.733.523	34.033	43.526	54.587	68.372	85.550

h)Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Modelde piyasa getiri oranı olarak İMKB 100 Endeksi 2000-2006 yılları ortalama yıllık getiri oranı alınmış, risksiz faiz oranı olarak 2006 yılı Ocak ayı ihraç edilmiş Hazine Bonosu yıllık bileşik faiz oranı alınmıştır. Reel getiri oranının hesaplanması için 2006 yılı Üretici Fiyatları Endeksi artış oranı kullanılmıştır. Beta katsayısı olarak firmanın 31/12/2006 tarihli son 100 günlük verilerle elde edilen beta katsayısı kullanılmıştır.

Tablo 4.15: Piyasa Getiri Oranı

Tarih	İMKB 100 Endeksi	Endeks Getiri Oranı
22.12.2000	9.437,21	-
28.12.2001	13.782,76	46,05%
31.12.2002	10.369,92	-24,76%
31.12.2003	18.625,02	79,61%
29.12.2004	24.971,68	34,08%
30.12.2005	39.777,70	59,29%
29.12.2006	39.117,46	-1,66%
Ortalama		32,10%

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Aksigorta Beta Katsayısı: 1,1621

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Aksigorta Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 1,1621*%17,37

Aksigorta Nominal Özsermaye Maliyeti = %34,92

Aksigorta Reel Özsermaye Maliyeti = (%34,92 - %11,58)/(1+%11,58)

Aksigorta Reel Özsermaye Maliyeti = %20,91

I) Özsermayeye Nakit Akımı Yaklaşımı ile Firma Değeri

Tahmin edilen beş yıllık firmaya serbest nakit akımları ve devam eden değer bugüne özsermaye maliyeti ile indirgenmektedir.

Devam eden değer hesaplamasında firmaya serbest nakit akımlarının tarihi ortalama özsermaye karlılığı oranında artacağı varsayımı yapılmıştır.

Devam Eden Değer= 71.072*(1+%12)/(%20,91 - %12) = 879.778

Tablo 4.16: Ak Sigorta Özsermaye Değerinin Tespiti (000 YTL)

Dönem	Özsermayeye Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	FCFE'nin Şimdiki Değeri
2006	1.733.523	1	1.733.523
2007	34.033	0,7871	26.789
2008	43.526	0,6196	26.969
2009	54.587	0,4877	26.623
2010	68.372	0,3839	26.248
2011	85.550	0,3022	25.852
Devam Eden	631.121	0,3022	190.719
Hesaplanan Özsermaye Değeri			2.056.723
Özsermaye Piyasa Değeri			1.637.100
Fark			-419.623
Fark %			-20,40%

Firmanın hesaplanan değeri piyasa değerinin üzerinde olup, firma hisse senetleri 2006 sonu itibariyle %20,40 iskontolu işlem görmektedir.

i) Ak Sigorta Duyarlılık Analizi

Tahmini nakit akımlarını ve özsermaye bugünkü değerini etkileyen değişkenlerden primlerdeki artış oranı, özsermaye maliyeti ve sürekli büyüme oranına ilişkin duyarlılık analizi sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kriter	Oran	Değer
Primlerdeki Artış	27,08%	2.892.023
Özsermaye Maliyeti	33,80%	1.949.131
Özsermaye Maliyeti	20,28%	2.234.038
Sürekli Büyüme Oranı	0	2.182.376
Sürekli Büyüme Oranı	17,81%	2.958.323

4.1.2.ANADOLU SİGORTA

Tablo 4.17: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	13,49%	13,40%	15,09%	13,08%	13,57%
Teknik Karşılıklar	10,77%	12,88%	14,88%	14,85%	15,20%
Özsermaye	14,12%	13,83%	16,52%	11,66%	12,36%
Net Prim	13,54%	14,06%	14,38%	13,85%	14,27%
Net Kar	25,28%	28,97%	28,86%	14,25%	18,13%

Tablo 4.18: Anadolu Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		244.099	301.359	372.561	461.099	571.194
Özsermayedeki artış	-60.723	90.026	131.441	163.444	203.239	252.724
Özsermayeye Nakit Akımları	60.723	154.073	169.918	209.117	257.860	318.470

a) Anadolu Sigorta Özsermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Ray Sigorta Beta Katsayısı: 1,4721

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 1,4721*%17,37= %39,52

Reel Özsermaye Maliyeti= (%39,52 - %11,58)/(1+%11,58)= %25,04

Tablo 4.19: Anadolu Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	60.723	1	60.723
2007	154.073	0,7998	123.220
2008	169.918	0,6396	108.680
2009	209.117	0,5115	106.968
2010	257.860	0,4091	105.488
2011	318.470	0,3272	104.194
Devam Eden	1.666.289	0,3272	545.159
Hesaplanan Özsermaye Değeri			1.154.431
Özsermaye Piyasa Değeri			472.000
Fark			-303.931
Fark %			-26,33%

Tablo 4.20: Anadolu Sigorta Duyarlılık Analizi

Kriter	Oran	Değer
Primlerdeki Artış	26,78%	1.034.359
Özsermaye Maliyeti	31,30%	862.870
Özsermaye Maliyeti	18,78%	1.492.283
Sürekli Büyüme Oranı	0	1.025.398
Sürekli Büyüme Oranı	10,00%	1.371.378

4.1.3.AVIVA SİGORTA

Tablo 4.21: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	2,01%	1,72%	1,90%	1,64%	1,87%
Teknik Karşılıklar	3,14%	2,84%	2,65%	2,78%	2,76%
Özsermaye	0,78%	0,38%	1,05%	0,75%	1,04%
Net Prim	2,69%	2,95%	2,86%	2,80%	2,96%
Net Kar	-4,34%	-2,15%	1,91%	2,81%	9,68%

Tablo 4.22: Aviva Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		34.370	43.350	54.623	68.772	86.532
Özsermayedeki artış	55.055	17.649	27.313	34.283	43.033	54.015
Özsermayeye Nakit Akımları	-55.055	16.721	16.038	20.340	25.739	32.517

a)Aviva Sigorta Özsermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Aviva Sigorta Beta Katsayısı= 0,523

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 0,523*%17,37= %23,81

Reel Özsermaye Maliyeti= (%23,81 - %11,58)/(1+%11,58)= %10,96

Tablo 4.23: Aviva Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-55.055	1	-55.055
2007	16.721	0,9012	15.069
2008	16.038	0,8121	13.025
2009	20.340	0,7319	14.886
2010	25.739	0,6596	16.977
2011	32.517	0,5944	19.328
Devam Eden	627.303	0,5944	372.866
Hesaplanan Özsermaye Değeri			397.096
Özsermaye Piyasa Değeri			370.000
Fark			-27.096
Fark %			-6,82%

Tablo 4.24: Aviva Sigorta Duyarlılık Analizi

Kriter	Oran	Değer
Primlerdeki Artış	28,07%	408.888
Özsermaye Maliyeti	13,71%	238.236
Özsermaye Maliyeti	8,22%	778.420
Sürekli Büyüme Oranı	0	320.792
Sürekli Büyüme Oranı	8,24%	1.318.049

4.1.4.GÜNEŞ SİGORTA

Tablo 4.25: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	5,68%	5,82%	5,32%	4,72%	4,42%
Teknik Karşılıklar	4,36%	4,66%	5,25%	5,43%	4,87%
Özsermaye	7,11%	6,11%	5,78%	4,20%	3,93%
Net Prim	4,87%	5,08%	5,27%	5,49%	5,11%
Net Kar	8,96%	6,41%	2,50%	2,16%	1,94%

Tablo 4.25: Güneş Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		115.874	145.116	181.656	227.312	284.361
Özsermayedeki artış	36.853	65.625	72.876	91.060	113.781	142.172
Özsermayeye Nakit Akımları	-36.853	50.249	72.241	90.596	113.531	142.189

a) Güneş Sigorta Özsermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Güneş Sigorta Beta Katsayısı= 1,1111

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 1,1111*%17,37= %34,03

Reel Özsermaye Maliyeti= (%34,03 - %11,58)/(1+%11,58)= %20,12

Tablo 4.26: Güneş Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-36.853	1	-36.853
2007	50.249	0,8325	41.832
2008	72.241	0,6931	50.067
2009	90.596	0,5770	52.272
2010	113.531	0,4803	54.533
2011	142.189	0,3999	56.858
Devam Eden	778.659	0,3999	311.369
Hesaplanan Özsermaye Değeri			530.077
Özsermaye Piyasa Değeri			185.250
Fark			-344.827
Fark %			-65,05%

Tablo 4.27: Güneş Sigorta Duyarlılık Analizi

Kriter	Oran	Değer
Primlerdeki Artış	27,45%	396.451
Özsermaye Maliyeti	25,15%	507.495
Özsermaye Maliyeti	15,09%	1.328.203
Sürekli Büyüme Oranı	0	501.308
Sürekli Büyüme Oranı	13,94%	1.267.359

4.1.5. RAY SİGORTA

Tablo 4.28: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	2,65%	2,80%	2,52%	1,76%	1,73%
Teknik Karşılıklar	2,77%	3,26%	3,12%	3,28%	3,04%
Özsermaye	2,50%	2,19%	1,67%	0,55%	0,40%
Net Prim	3,23%	3,47%	3,06%	3,19%	3,26%
Net Kar	2,26%	-0,62%	-0,97%	-1,41%	-11,67%

Tablo 4.29: Ray Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		47.850	59.807	74.505	92.572	114.779
Özsermayedeki artış	98.388	28.594	35.949	44.188	54.316	66.765
Özsermayeye Nakit Akımları	-98.388	19.256	23.858	30.317	38.256	48.014

b) Ray Sigorta Özsermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Ray Sigorta Beta Katsayısı: 0,7422

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Ray Sigorta Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 0,7422*%17,37

Ray Sigorta Nominal Özsermaye Maliyeti = %27,62

Ray Sigorta Reel Özsermaye Maliyeti= (%27,62 - %11,58)/(1+%11,58)

Ray Sigorta Reel Özsermaye Maliyeti= %14,38

Tablo 4.30: Ray Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-98.388	1	-98.388
2007	19.256	0,8743	16.836
2008	23.858	0,7644	18.237
2009	30.317	0,6683	20.261
2010	38.256	0,5843	22.353
2011	48.014	0,5109	24.529
Devam Eden	333.965	0,5109	170.611
Hesaplanan Özsermaye Değeri			174.439
Özsermaye Piyasa Değeri			72.800
Fark			-101.639
Fark %			-58,27%

Tablo 4.31: Ray Sigorta Duyarlılık Analizi

Kriter	Oran	Değer
Özsermaye Maliyeti	17,97%	111.233
Özsermaye Maliyeti	10,78%	242.386
Sürekli Büyüme Oranı	0,00%	337.794
Sürekli Büyüme Oranı	-5,00%	239.229

4.1.6.YAPI KREDİ SİGORTA**Tablo 4.32: Yapı Kredi Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri**

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	8,11%	7,25%	6,84%	5,98%	6,28%
Teknik Karşılıklar	8,25%	8,30%	6,97%	6,68%	6,52%
Özsermaye	8,78%	7,69%	6,98%	4,72%	4,96%
Net Prim	11,36%	10,83%	8,75%	8,24%	7,87%
Net Kar	8,52%	0,21%	2,78%	-0,16%	14,01%

Tablo 4.33: Yapı Kredi Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		149.044	175.411	204.849	237.717	274.413
Özsermayedeki artış	59.176	36.892	46.588	52.015	58.075	64.840
Özsermayeye Nakit Akımları	-59.176	112.152	128.823	152.834	179.642	209.573

a)Yapı Kredi Sigorta Özsermaye Maliyeti

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Yapı Kredi Sigorta Beta Katsayısı= 1,3974

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 1,3974*%17,37= %39,00

Reel Özsermaye Maliyeti= (%34,03 - %11,58)/(1+%11,58)= %24,58

Tablo 4.34: Yapı Kredi Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-59.176	1	-59.176
2007	112.152	0,8027	90.027
2008	128.823	0,6444	83.008
2009	152.834	0,5172	79.052
2010	179.642	0,4152	74.587
2011	209.573	0,3333	69.848
Devam Eden	1.251.332	0,3333	417.051
Hesaplanan Özsermaye Değeri			754.396
Özsermaye Piyasa Değeri			508.000
Fark			-246.396
Fark %			-32,66%

Tablo 4.35: Yapı Kredi Sigorta Duyarlılık Analizi

Kriter	Oran	Değer
Primlerdeki Artış	10,00%	762.770
Primlerdeki Artış	2,00%	697.865
Özsermaye Maliyeti	30,72%	530.812
Özsermaye Maliyeti	18,43%	1.036.187
Sürekli Büyüme Oranı	0	621.549
Sürekli Büyüme Oranı	10,06%	866.839

Tablo 4.36: İMKB’de İşlem Gören Firmaların Özet Sonuçları

	Aksigorta	Anadolu Sigorta	Aviva Sigorta	Güneş Sigorta	Ray Sigorta	Yapı Kredi S.	Toplam
Firmaların Hayat Dışı Sektör İçindeki Payı (2006)							
Aktif Büyüklüğü	23,16%	13,57%	1,87%	4,42%	1,73%	6,28%	51,03%
Teknik Karşılıklar	6,32%	15,20%	2,76%	4,87%	3,04%	6,52%	38,71%
Özsermaye	43,24%	12,36%	1,04%	3,93%	0,40%	4,96%	65,93%
Net Prim	6,53%	14,27%	2,96%	5,11%	3,26%	7,87%	40,00%
Net Kar	51,50%	18,13%	9,68%	1,94%	-11,67%	14,01%	83,59%
Firmaların Tespit Edilen Sonuçları (31.12.2006)							
Reel Özsermaye Maliyeti	20,91%	25,04%	10,96%	20,12%	14,38%	24,58%	
Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.056.723	1.154.431	397.096	530.077	174.439	754.396	5.067.162
Özsermaye Piyasa Değeri	1.637.100	850.500	370.000	185.250	72.800	508.000	3.623.650
Fark	-419.623	-303.931	-27.096	-344.827	-101.639	-246.396	-1.443.512
Fark %	-20,40%	-26,33%	-6,82%	-65,05%	-58,27%	-32,66%	-28,49%

Yukarıdaki tabloda İMKB’de işlem gören 6 tane hayat dışı sigorta firmasının toplam 31 firma bulunan Türkiye hayat dışı sigorta sektörü içindeki 2006 yılına ait bazı büyüklük oranları verilmiştir. Sektör aktif büyüklüğünün %51’i, teknik karşılıkların %39’u, özsermayenin %66’sı, net primlerin %40’ı ve net karın %84’u İMKB’de işlem gören 6 firmaya aittir. Hesaplanan özsermaye maliyeti %11 ile %25 arasında değişmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile tespit edilen özsermaye değeri ile hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri karşılaştırıldığında, piyasa değerinin %7 ile %65 arasında iskontolu olduğu gözlenmiştir. Ray sigorta %58, Güneş Sigorta %65 ile en fazla iskontolu işlem gören hisse senetleridir. Ray Sigorta’nın %58,2 oranındaki hisse senetleri hakim ortak tarafından 19/03/2007 tarihinde 81.480.000 ABD Doları yabancı bir firmaya satılmıştır. Bu durum Ray Sigortanın tamamının 140.000.000 ABD Dolar (ilgili tarihteki kurla 194.600.000 YTL)ye el değiştirdiğini göstermekte olup, bu fiyat yukarıda bahsedilen borsadaki iskontolu işlemleri de teyit etmektedir.

Karşılaştırma yaklaşımı içinde yer alan piyasa değeri-defter değeri oranı ve piyasa değeri-prim oranları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 4.37: 2006 İMKB’de işlem gören Sigorta Firmaları PD-DD ve PD-Prim oranları

	Piyasa Değeri	Özkaynak	Prim Üretimi (Brüt)	PD/DD	PD/Prim
Aksigorta	1.637.100.000	1.772.084.543	668.724.909	0,92	2,45
Anadolu Sigorta	850.500.000	506.457.421	1.060.159.587	1,68	0,80
Aviva	370.000.000	42.436.424	183.994.762	8,72	2,01
Güneş Sigorta	185.250.000	161.168.550	513.293.060	1,15	0,36
Ray Sigorta	72.800.000	16.195.692	262.725.926	4,50	0,28
Yapı Kredi Sigorta	508.000.000	203.111.663	585.458.771	2,50	0,87
Ortalama				3,24	1,13

Piyasa değeri-defter değeri oranı 0,92 ile 8,72 arasında değişmekte olup, sektörün ortalama PD-DD oranı 3,24 bulunmuştur. Piyasa değeri-prim oranı ise 0,28 ile 2,45 arasında olup, ortalama 1,13’tür. Sektörün ortalama oranları ile tespit edilen firma değerleri, piyasa değeri ve özsermayeye

serbest nakit akımları ile tespit edilen özsermaye değerleri karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 4.38: İMKB’de İşlem Gören Firmaların Çeşitli Yaklaşımlara Göre 2006 Sonu Değerleri

	DD göre Değer	Prime göre değer	FCFE Değer	Piyasa Değeri
AKSİGORTA	5.749.703	754.205	2.056.723	1.637.100
ANADOLU	1.643.251	1.195.675	1.154.431	850.500
AVIVA	137.689	207.514	397.096	370.000
GÜNEŞ	522.927	578.905	530.077	185.250
RAY	52.549	296.309	174.439	72.800
YAPI KREDİ	659.016	660.295	754.396	508.000

4.2. ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİYLE BULUNAN DEĞERLERİN PİYASA DEĞERLERİNİ AÇIKLAMA GÜCÜ

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle bulunan değer piyasada oluşan değer ile karşılaştırılarak aşırı veya düşük değerlenip değerlenmediği yorumu yapılabilir. Tom Copeland ve arkadaşları çalışmalarında Amerika’daki 31 büyük firmanın indirgenmiş nakit akımları ile buldukları değerlerin piyasadaki oluşan değerleri açıklama gücünü incelemiştir.¹⁴⁰ Çalışmada bağımlı değişken olarak firmaların piyasa değeri/defter oranları, bağımsız değişken olarak da indirgenmiş nakit akımı sonucu bulunan değer/defter değeri oranları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan değerlerin piyasadaki oluşan değeri açıklama gücü (r^2) 0,92 olarak bulunmuştur.

Çalışmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören 6 sigorta firması için bulunan değerlerin piyasa değerini açıklama gücü incelenmiştir. Bunun için bağımlı değişken olarak (y) sigorta firmalarının 2006 yılı sonu itibarıyla piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranları kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak da FCFE yöntemine göre bulunan değer / özsermayenin defter değeri hesaplanıp, kullanılmıştır.

¹⁴⁰ COPELAND Tom vd., a.g.e., s.77

Sigorta firmalarının FCFE yöntemine göre bulunan değeri / özsermayenin defter değeri her biri için ayrı ayrı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Sigorta firmalarının özsermayesinin defter değeri 2006 yılı sonundaki değeri olup İMKB 2007 Ocak Ayı Bülteninden alınmıştır.

Tablo 4.39: Sigorta Firmalarının 2006 FCFE Yöntemine Göre Bulunan Değeri / 2006 Özsermayenin Defter Değeri Oranı

	FCFE'ye Göre Bulunan Değer	Özsermayenin Defter Değeri	FCFE/DD
Aksigorta	2.056.723	1.772.085	1,1606
Anadolu Sigorta	1.154.431	506.457	2,2794
Aviva Sigorta	397.096	42.436	9,3575
Güneş Sigorta	530.077	161.169	3,2890
Ray Sigorta	174.439	16.196	10,7705
Yapı Kredi Sigorta	754.396	203.112	3,7142

Her bir sigorta firması için bu oran ayrı ayrı hesaplandıktan sonra firmaların PD/DD oranı ile FCFE/DD oranı arasındaki korelasyon ve r^2 hesaplanmıştır. Firmaların 2006 PD/DD ile 2006 FCFE/DD oranları aşağıdaki tabloda topluca görülmektedir.

Tablo 4.40: Sigorta Firmalarının 2006 PD/DD ve 2006 FCFE/DD Oranların Gösterimi

	PD/DD	FCFE/DD
Aksigorta	0,9238	1,1606
Anadolu Sigorta	0,9320	2,2794
Aviva Sigorta	8,7190	9,3575
Güneş Sigorta	1,1494	3,2890
Ray Sigorta	4,4949	10,7705
Yapı Kredi Sigorta	2,5011	3,7142

Bu iki oran grubu arasındaki korelasyon (r) 0,83 ve açıklama gücü (r^2) ise 0,70'dir. Kullanılan firma sayısının düşük olması regresyon modelinin

kurulmasını ve modelin anlamlılığının istatistiksel olarak test edilmesini zorlaştırmaktadır. Yapılan çalışmada bu değişkenler arasındaki ilişkinin yönü pozitif olup kuvveti de 0,83'dür. Burada bağımsız değişkenin (x) yani FCFE/DD'nin bağımlı değişken olan PD/DD'ni açıklama gücü ise 0,70'dir.

Modelin anlamlılığı test edilmek istenirse aşağıdaki regresyon denklemi oluşturulmaktadır.

$$PD/DD = c + \beta_1 FCFE + \varepsilon_i$$

Örnekleme teorisi, anakütle parametrelerinin tahmin edilmesinin yanında istatistik hipotezlerin test edilmesine de imkan sağlamaktadır. Hipotez testleri, örnek verilerinden hareketle anakütle parametreleri hakkında iddiaların belirli bir anlamlılık düzeyinde (hata düzeyinde) araştırılması konusunu içermektedir. Bu analiz yöntemleri t-testi, z testi ve Anova testleri vardır.¹⁴¹

t-Testi, iki örneklem grubu arasında ortalamalar açısından fark olup olmadığının araştırmak için kullanılmaktadır. t- Testi, bir gruptaki ortalamanın diğer gruptaki ortalama dan önemli derecede farklı olup olmadığını belirlemektedir. t Testinde kritik nokta ikidir. t Testi her zaman iki farklı ortalamayı yada değeri karşılaştırmaktadır. Özellikle, örneklem büyüklüğünün çok fazla olmadığı, örneklemin alındığı ana kütle nin standart sapmasının bilinmediği ve ana kütle nin parametrelerinin hipotez testinde kullanılmadığı durumlarda tercih edilmektedir. SPSS programında üç farklı t-testi alternatifi vardır.¹⁴² Bu analizlerden çalışmaya uygun analiz yöntemi bağımlı iki örnek (paired samples t- test) t-testidir. Çalışmada test edilecek hipotezler aşağıdaki gibidir.

¹⁴¹ KALAYCI Şeref, **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, Ankara, Asil Yayıncılık, 2005, s. 73

¹⁴² KALAYCI Şeref, a.g.e., s.74-77

H₀ Hipotezi: İki grubun ortalamaları arasında fark yoktur. $H_0: \mu = \mu_0$

H₁ Hipotezi: İki grubun ortalamaları arasında fark vardır. $H_1: \mu \neq \mu_0$

Sigorta firmalarının PD/DD ve FCFE/DD değerleri SPSS 13.0 istatistik paket programında yerine konulup analiz edildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

PD/DD ile FCFE/DD arasında aşağıdaki önermeler Ortalamaların farklılığı analizi ile (Paired Sample T Test) test edilmiştir.

Hipotezler

$H_0 : \mu_{pd/dd} = \mu_{fcfe/dd}$

$H_1 : \mu_{pd/dd} \neq \mu_{fcfe/dd}$

Bu önermelerde H₀; PD/DD ile FCFE/DD serileri arasındaki ortalamaları istatistiki açıdan aynı, H₁; PD/DD ile FCFE/DD serileri arasındaki ortalamaların istatistiki açıdan anlamlı farklılıkları vardır ifadelerini savunmaktadır.

Buna göre H₁ önermesini kabul edebilmek için T Testi sonuçlarından Sig. değerlerinin % 1, % 5 ya da % 10 alfa düzeylerinden küçük çıkması gerekmektedir. Aksi durumda ise H₀ önermesi kabul edilmektedir.

Test İstatistiği Sonuçları (1)

	T	df	Sig. (2-tailed)
PD_DD - FCFE_DD	-2,194	5	0,0796

Yukarıdaki test istatistiği sonucundan da görüldüğü üzere Paired Sample T Test Sig. değeri (0,0786) % 10 anlamlılık düzeyinden küçük olup, H₁ hipotezinin kabul edilmesi gerekir. Buna göre; 2006 sonu PD/DD ile 2006

sonu FCFE/DD serileri arasındaki ortalamaların istatistiki açıdan anlamlı farklılıkları olduğu görülmektedir.

2006 sonu PD/DD ve FCFE/DD kıyaslamasında olduğu gibi benzer şekilde PD/Prim ve FCFE/Prim oranları analiz etmek amacıyla bu oranlar aşağıdaki tablodaki gibi elde edilmiştir.

Tablo 4.41: Sigorta Firmalarının 2006 PD/Prim ve 2006 FCFE/Prim Oranları

	PD/Prim	FCFE/Prim
Aksigorta	2,45	3,08
Anadolu Sigorta	0,8	1,96
Aviva Sigorta	2,01	2,16
Güneş Sigorta	0,36	1,03
Ray Sigorta	0,28	0,67
Yapı Kredi Sigorta	0,87	1,29

Bu iki oran grubu arasındaki korelasyon (r) 0,92 ve açıklama gücü (r^2) ise 0,86'dır. PD/Prim oranı ile FCFE/Prim oranı yukarıdaki gibi teste tabi tutulduğunda aşağıdaki sonuçlar elde edilmektedir.

Test İstatistiği Sonuçları (2)

	T	df	Sig. (2-tailed)
PD_Prim - FCFE_Prim	-4,054	5	0,010

Paired Sample T Test Sig. değeri (0,010) % 5 anlamlılık düzeyinden küçük olup, H_1 hipotezinin kabul edilmesi gerekir. Buna göre; 2006 yılı için PD/Prim ile FCFE/Prim serileri arasındaki ortalamaların istatistiki açıdan anlamlı farklılıkları vardır, diğer bir ifadeyle FCFE/Prim ile PD/Prim serileri birbirlerinden istatistiki olarak farklıdır.

Sonuç olarak her iki testte de tespit edilen değerler ile 2006 yılı piyasa değeri anlamlı olarak farklılık arz etmektedir.

Sigorta firmalarında yabancıların satın alma işlemleri 2007 yılında hız kazanmış olup, 2007 yılında firma değerlerinde artışlar gözlenmiştir. Bu nedenle yukarıda yapılan analiz 2007 yılı verileri ile aşağıdaki gibi tekrar yapılmıştır.

Tablo 4.42: Sigorta Firmalarının 2007 PD/DD ve 2006 FCFE/2007 DD Oranların Gösterimi

	PD/DD	FCFE/DD
Aksigorta	0,8002	0,7795
Anadolu Sigorta	0,8539	1,7923
Aviva Sigorta	6,7281	5,7149
Güneş Sigorta	1,4087	2,6910
Ray Sigorta	6,6219	3,5542
Yapı Kredi Sigorta	3,1388	2,9748

Tespit edilen değerler ile 2007 yılı sonuna ait PD/DD oranı FCFE/DD oranı yukarıdaki gibi teste tabi tutulduğunda aşağıdaki sonuçlar elde edilmektedir.

Test İstatistiği Sonuçları (3)

	T	df	Sig. (2-tailed)
PD_DD_2007 - FCFE_DD_2007	0,532	5	0,617

Paired Sample T Test Sig. değeri (0,617) % 10 anlamlılık düzeyinden büyük olup, H_0 hipotezinin reddedilmemesi gerekir. Buna göre, 2007 yılı için PD/DD ile FCFE/DD serileri arasındaki ortalamaları istatistiki açıdan farklılık göstermemektedir. Bu iki oran grubu arasındaki korelasyon %87'dir.

Sonuç olarak denilebilir ki 2006 yılında sigorta sektöründeki değerler iskontoludur. Yani, sigorta firmaları 2006 yılında düşük değerlenmiştir.

4.3. İMKB'DE İŞLEM GÖRMEYEN HAYAT DIŞI SİGORTA FİRMALARININ DEĞER TESPİTİ

İMKB'de işlem görmeyen firmaların özsermaye maliyetinin hesaplanmasında, İMKB'de işlem gören firmaların betalarının ortalaması alınarak sektör betası oluşturulmuş ve sektör betası kullanılarak özsermaye maliyeti hesaplanmıştır.

	Beta Katsayısı
AKSİGORTA	1,5557
ANADOLU SİGORTA	1,4271
AVİVA	0,523
GÜNEŞ SİGORTA	1,1111
RAY SİGORTA	0,6554
YAPI KREDİ SİGORTA	1,3974
SEKTÖR BETASI	1,1116

Risksiz Faiz Oranı = %14,73

Piyasa Risk Primi = %32,10 - %14,73 = %17,37

Güneş Sigorta Beta Katsayısı= 1,1116

ÜFE Artış Oranı = %11,58

Nominal Özsermaye Maliyeti = %14,73 + 1,1116*%17,37= %34,04

Reel Özsermaye Maliyeti= (%34,04 - %11,58)/(1+%11,58)= %20,13

4.3.1.ANKARA SİGORTA

Tablo 4.43: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	1,13%	1,14%	1,65%	1,24%	1,46%
Teknik Karşılıklar	1,32%	1,71%	1,98%	1,83%	2,42%
Özsermaye	1,01%	0,44%	1,02%	0,63%	0,08%
Net Prim	1,48%	1,85%	2,14%	2,33%	2,10%
Net Kar	0,08%	-3,78%	0,47%	-0,27%	-48,05%

Tablo 4.44: Ankara Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		36.328	46.516	60.393	79.296	105.045
Özsermayedeki artış	43.869	19.169	29.710	40.470	55.127	75.092
Özsermayeye Nakit Akımları	-43.869	17.159	16.805	19.923	24.169	29.953

Tablo 4.45: Ankara Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-43.869	1	-43.869
2007	17.159	0,8324	14.284
2008	16.805	0,6930	11.646
2009	19.923	0,5769	11.493
2010	24.169	0,4802	11.606
2011	29.953	0,3997	11.973
Devam Eden	207.898	0,3997	83.106
Hesaplanan Özsermaye Değeri			100.239

4.3.2.AXA OYAK SİGORTA

Tablo 4.46: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	8,58%	9,33%	10,44%	9,08%	9,72%
Teknik Karşılıklar	12,92%	13,41%	15,81%	15,28%	14,39%
Özsermaye	5,66%	6,42%	6,44%	4,97%	6,10%
Net Prim	13,39%	15,48%	17,61%	15,92%	15,47%
Net Kar	1,68%	10,50%	10,64%	15,34%	45,52%

Tablo 4.47: Axa Oyak Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		271.465	347.150	444.560	569.933	731.294
Özsermayedeki artış	285.280	126.300	179.311	230.783	297.031	382.296
Özsermayeye Nakit Akımları	-285.280	145.165	167.839	213.777	272.902	348.999

Tablo 4.48: Axa Oyak Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer
2006	-285.280	1	-285.280
2007	145.165	0,8324	120.843
2008	167.839	0,6930	116.307
2009	213.777	0,5769	123.319
2010	272.902	0,4802	131.049
2011	348.999	0,3997	139.510
Devam Eden	2.422.350	0,3997	968.321
Hesaplanan Özsermaye Değeri			1.314.069

4.3.3.BAŞAK SİGORTA**Tablo 4.49.:Firmanın Sektör İçindeki Yeri**

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	7,61%	6,73%	5,42%	4,09%	3,86%
Teknik Karşılıklar	9,60%	9,29%	5,90%	5,71%	6,81%
Özsermaye	6,27%	5,36%	4,60%	3,03%	0,96%
Net Prim	5,58%	6,36%	6,41%	5,70%	5,10%
Net Kar	7,60%	2,38%	1,71%	0,24%	-56,95%

Tablo 4.50.:Başak Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		93.424	111.067	132.469	158.433	189.929
Özsermayedeki artış	59.120	32.493	45.687	55.423	67.234	81.561
Özsermayeye Nakit Akımları	-59.120	60.930	65.380	77.046	91.199	108.368

Tablo 4.51.:Başak Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları(1000) YTL	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-59.120	1	-59.120
2007	60.930	0,8324	50.721
2008	65.380	0,6930	45.306
2009	77.046	0,5769	44.445
2010	91.199	0,4802	43.794
2011	108.368	0,3997	43.320
Devam Eden	752.169	0,3997	300.675
Hesaplanan Özsermaye Değeri			469.141

4.3.4.BİRLİK SİGORTA

Tablo 4.52.:Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	0,82%	0,90%	0,95%	0,83%	1,03%
Teknik Karşılıklar	1,03%	1,15%	1,40%	1,50%	1,70%
Özsermaye	0,72%	0,60%	0,42%	0,28%	0,36%
Net Prim	0,99%	1,06%	1,15%	1,22%	1,51%
Net Kar	1,12%	0,37%	-0,45%	0,52%	1,70%

Tablo 4.53.:Birlik Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		23.347	29.740	38.416	50.191	66.170
Özsermayedeki artış	36.427	11.858	19.670	26.694	36.226	49.163
Özsermayeye Nakit Akımları	-36.427	11.489	10.070	11.722	13.964	17.007

Tablo 4.54.:Birlik Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-36.427	1	-36.427
2007	11.489	0,8324	9.564
2008	10.070	0,6930	6.978
2009	11.722	0,5769	6.762
2010	13.964	0,4802	6.706
2011	17.007	0,3997	6.799
Devam Eden	118.047	0,3997	47.188
Hesaplanan Özsermaye Değeri			47.570

4.3.5.GARANTİ SİGORTA

Tablo 4.55.:Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	2,28%	2,80%	3,01%	2,70%	2,92%
Teknik Karşılıklar	2,45%	2,16%	2,40%	2,89%	3,12%
Özsermaye	1,34%	2,25%	2,74%	1,55%	1,99%
Net Prim	2,57%	2,08%	2,35%	2,83%	3,03%
Net Kar	0,07%	3,19%	2,44%	5,69%	17,47%

Tablo 4.56.:Garanti Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		47.908	60.585	76.987	98.210	125.669
Özsermayedeki artış	52.632	34.232	44.073	57.025	73.782	95.464
Özsermayeye Nakit Akımları	-52.632	13.676	16.511	19.962	24.428	30.205

Tablo 4.57.:Garanti Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-52.632	1	-52.632
2007	13.676	0,8324	11.385
2008	16.511	0,6930	11.442
2009	19.962	0,5769	11.515
2010	24.428	0,4802	11.730
2011	30.205	0,3997	12.074
Devam Eden	1.228.228	0,3997	490.977
Hesaplanan Özsermaye Değeri			496.492

4.3.6.GÜVEN SİGORTA

Tablo 4.58.:Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	1,54%	1,63%	2,06%	1,92%	1,92%
Teknik Karşılıklar	1,98%	2,38%	2,49%	3,26%	2,82%
Özsermaye	1,42%	0,91%	1,86%	0,83%	0,92%
Net Prim	2,29%	2,49%	2,62%	3,15%	2,93%
Net Kar	0,06%	-3,21%	1,50%	-1,75%	3,02%

Tablo 4.59: Güven Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		56.851	73.642	95.784	124.980	163.480
Özsermayedeki artış	69.687	30.233	42.030	55.422	73.082	96.368
Özsermayeye Nakit Akımları	-69.687	26.618	31.612	40.362	51.899	67.112

Tablo 4.60: Güven Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-69.687	1	-69.687
2007	26.618	0,8324	22.158
2008	31.612	0,6930	21.906
2009	40.362	0,5769	23.283
2010	51.899	0,4802	24.922
2011	67.112	0,3997	26.828
Devam Eden	465.816	0,3997	186.207
Hesaplanan Özsermaye Değeri			235.617

4.3.7. IŞIK SİGORTA**Tablo 4.61: Işık Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri**

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	0,93%	0,79%	0,86%	0,68%	0,74%
Teknik Karşılıklar	1,18%	1,14%	1,09%	1,03%	1,04%
Özsermaye	0,52%	0,35%	0,66%	0,36%	0,48%
Net Prim	1,32%	1,27%	1,17%	1,03%	1,11%
Net Kar	0,45%	-0,91%	0,39%	0,21%	0,28%

Tablo 4.62: Işık Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		14.481	17.665	21.394	25.759	30.870
Özsermayedeki artış	19.613	5.913	7.917	9.268	10.851	12.704
Özsermayeye Nakit Akımları	-19.613	8.568	9.749	12.125	14.908	18.165

Tablo 4.63: Işık Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-19.613	1	-19.613
2007	8.568	0,8324	7.132
2008	9.749	0,6930	6.756
2009	12.125	0,5769	6.995
2010	14.908	0,4802	7.159
2011	18.165	0,3997	7.261
Devam Eden	126.083	0,3997	50.401
Hesaplanan Özsermaye Değeri			66.091

4.3.8.İSVİÇRE SİGORTA

Tablo 4.64: İsviçre Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	5,11%	5,61%	6,11%	4,45%	4,81%
Teknik Karşılıklar	6,94%	7,19%	7,74%	7,46%	6,91%
Özsermaye	3,57%	3,85%	4,38%	2,35%	2,91%
Net Prim	6,09%	6,49%	6,51%	6,93%	6,41%
Net Kar	7,87%	8,98%	6,81%	4,26%	7,75%

Tablo 4.65: İsviçre Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		120.768	149.421	185.226	229.970	285.882
Özsermayedeki artış	109.621	39.979	61.842	77.280	96.571	120.678
Özsermayeye Nakit Akımları	-109.621	80.789	87.579	107.946	133.398	165.204

Tablo 4.66: İsviçre Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-109.621	1	-109.621
2007	80.789	0,8324	67.253
2008	87.579	0,6930	60.689
2009	107.946	0,5769	62.270
2010	133.398	0,4802	64.058
2011	165.204	0,3997	66.039
Devam Eden	1.146.655	0,3997	458.369
Hesaplanan Özsermaye Değeri			669.057

4.3.9.KOÇ ALLIANZ SİGORTA

Tablo 4.67: Firmanın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	7,90%	8,27%	8,99%	7,13%	6,92%
Teknik Karşılıklar	8,55%	7,05%	7,89%	8,72%	8,50%
Özsermaye	6,27%	7,65%	8,47%	4,43%	4,17%
Net Prim	8,49%	7,62%	8,12%	10,11%	9,73%
Net Kar	8,29%	19,59%	13,71%	12,67%	12,29%

Tablo 4.68: Koç Allianz Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		149.246	191.907	246.685	317.022	407.337
Özsermayedeki artış	122.607	84.512	115.307	148.059	190.113	244.113
Özsermayeye Nakit Akımları	-122.607	64.735	76.600	98.626	126.908	163.224

Tablo 4.69: Koç Allianz Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-122.607	1	-122.607
2007	64.735	0,8324	53.888
2008	76.600	0,6930	53.081
2009	98.626	0,5769	56.893
2010	126.908	0,4802	60.942
2011	163.224	0,3997	65.248
Devam Eden	1.132.914	0,3997	452.876
Hesaplanan Özsermaye Değeri			620.320

4.3.10.ŞEKER SİGORTA

Tablo 4.70: Şeker Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	1,39%	1,37%	1,19%	0,99%	1,03%
Teknik Karşılıklar	1,67%	1,68%	1,39%	1,27%	1,33%
Özsermaye	0,89%	0,67%	0,70%	0,68%	0,34%
Net Prim	1,50%	1,15%	0,99%	0,96%	1,21%
Net Kar	1,46%	-3,98%	0,39%	1,46%	-9,47%

Tablo 4.71: Şeker Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		19.196	22.851	27.097	32.031	37.764
Özsermayedeki artış	24.113	10.839	11.301	13.132	15.259	17.730
Özsermayeye Nakit Akımları	-24.113	8.357	11.549	13.965	16.772	20.034

Tablo 4.72: Şeker Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-24.113	1	-24.113
2007	8.357	0,8324	6.957
2008	11.549	0,6930	8.003
2009	13.965	0,5769	8.056
2010	16.772	0,4802	8.054
2011	20.034	0,3997	8.009
Devam Eden	139.054	0,3997	55.586
Hesaplanan Özsermaye Değeri			70.552

4.3.11.TEB SİGORTA**Tablo 4.73: TEB Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri**

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	0,68%	0,87%	0,85%	0,84%	1,06%
Teknik Karşılıklar	0,68%	0,66%	0,95%	1,12%	1,45%
Özsermaye	0,46%	0,69%	0,67%	0,43%	0,51%
Net Prim	0,94%	0,72%	0,92%	1,04%	1,34%
Net Kar	0,32%	-2,06%	-5,09%	0,65%	2,67%

Tablo 4.74: TEB Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		22.267	28.767	37.630	49.716	66.196
Özsermayedeki artış	27.583	13.319	20.052	27.343	37.284	50.839
Özsermayeye Nakit Akımları	-27.583	8.947	8.715	10.288	12.432	15.357

Tablo 4.75: TEB Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	-27.583	1	-27.583
2007	8.947	0,8324	7.448
2008	8.715	0,6930	6.039
2009	10.288	0,5769	5.934
2010	12.432	0,4802	5.970
2011	15.357	0,3997	6.139
Devam Eden	106.589	0,3997	42.608
Hesaplanan Özsermaye Değeri			46.555

4.3.12.T.GENEL SİGORTA

Tablo 4.76: T.Genel Sigorta'nın Sektör İçindeki Yeri

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktif Büyüklüğü	9,13%	9,61%	9,61%	8,31%	8,26%
Teknik Karşılıklar	3,92%	3,53%	3,90%	4,13%	4,21%
Özsermaye	14,55%	14,18%	12,28%	12,14%	12,19%
Net Prim	3,54%	3,63%	3,52%	3,45%	3,58%
Net Kar	18,48%	21,91%	10,04%	15,56%	36,37%

Tablo 4.77: T.Genel Sigorta Tahmin Dönemi Özsermayeye Nakit Akımları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Kar		69.592	84.504	102.818	125.309	152.930
Özsermayedeki artış	-366.375	40.013	47.871	58.790	72.200	88.668
Özsermayeye Nakit Akımları	366.375	29.578	36.633	44.027	53.109	64.261

Tablo 4.78: T.Genel Sigorta Değer Tespiti

Dönem	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	Şimdiki Değer Faktörü	Şimdiki Değer (1000) YTL
2006	366.375	1	366.375
2007	29.578	0,8324	24.622
2008	36.633	0,6930	25.385
2009	44.027	0,5769	25.398
2010	53.109	0,4802	25.503
2011	64.261	0,3997	25.688
Devam Eden	446.029	0,3997	178.298
Hesaplanan Özsermaye Değeri			671.269

Tablo 4.79: İMKB’de İşlem Görmeyen Hayat Dışı Sigorta Firmalarının Özet Sonuçları

	Ankara Sigorta	Axa Oyak	Başak Sigorta	Birlik Sigorta	Garanti Sigorta	Güven Sigorta
Aktif Büyüklüğü	1,46%	9,72%	3,86%	1,03%	2,92%	1,92%
Teknik Karşılıklar	2,42%	14,39%	6,81%	1,70%	3,12%	2,82%
Özsermaye	0,08%	6,10%	0,96%	0,36%	1,99%	0,92%
Net Prim	2,10%	15,47%	5,10%	1,51%	3,03%	2,93%
Net Kar	-48,05%	45,52%	-56,95%	1,70%	17,47%	3,02%
Reel Özsermaye Maliy.	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%
Hesaplanan Özsermaye Değeri	100.239	1.314.069	469.141	47.570	496.492	235.617

	Işık Sigorta	İsviçre Sigorta	Koç Allianz	Şeker Sigorta	TEB Sigorta	T.Genel Sigorta
Aktif Büyüklüğü	0,74%	4,81%	6,92%	1,03%	1,06%	8,26%
Teknik Karşılıklar	1,04%	6,91%	8,50%	1,33%	1,45%	4,21%
Özsermaye	0,48%	2,91%	4,17%	0,34%	0,51%	12,19%
Net Prim	1,11%	6,41%	9,73%	1,21%	1,34%	3,58%
Net Kar	0,28%	7,75%	12,29%	-9,47%	2,67%	36,37%
Reel Özsermaye Maliy.	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%
Hesaplanan Özsermaye Değeri	66.091	669.057	620.320	70.552	46.555	671.269

Yukarıdaki tabloda İMKB’de işlem görmeyen 12 tane hayat dışı sigorta firmasının toplam 31 firma bulunan Türkiye hayat dışı sigorta sektörü içindeki 2006 yılına ait bazı büyüklük oranları verilmiştir. Sektör aktif büyüklüğünün %44’ü, teknik karşılıkların %55’i, özsermayenin %31’i, net primlerin %54’ü ve net karın %13’ü İMKB’de işlem görmeyen seçilmiş 12 firmaya aittir. Sektör betası kullanılarak hesaplanan özsermaye maliyeti %20,13’tür.

Bu çalışmada inceleme konusu olan İMKB de işlem gören 6 firma ve işlem görmeyen 12 firmanın sektörde yer alan toplam 31 firma içindeki payı, aktif büyüklüğünde %94.76, teknik karşılıklarda %93.41, özsermayede %97, net primde %93.5, net karda %96.2’dir.

İMKB’de işlem görmeyen firmaların piyasa değeri-defter değeri, piyasa değeri-prim oranı ve özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile tespit

edilen değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bunun yanında değerlendirme tarihi sonrası bazı firmaların belirli oranlarda hisseleri blok halinde satılmıştır. Satışı gerçekleşen firmaların ilgili tarihteki satış fiyatları da tabloda yer almaktadır.

Tablo 4.80: İMKB’de İşlem Görmeyen Firmaların Sektör Oranları ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yaklaşımı ile 2006 Sonu Değerleri ve Satışı Gerçekleşen Firmaların Satış Tarihindeki Satış Değerleri (1.000 YTL)

	PD-DD göre Değer	PD-Prime Göre Değer	FCFE Değer	Satış Değeri	Satış Tarihi
ANKARA	10.503	219.902	100.239	Satışta	
AXA OYAK	810.772	1.065.524	1.314.069	1.218.000	04.02.2008
BAŞAK	127.308	511.069	469.141	676.266	17.04.2006
BİRLİK	47.437	126.884	47.570		
ERGOİSVİÇRE	386.508	593.665	669.057	Açıklanmadı	
GARANTİ	265.030	410.053	496.492	844.063	21.03.2007
GÜVEN	121.904	218.412	235.617	Satışta	
IŞIK	63.981	96.302	66.091		
KOÇ ALLIANZ	553.842	878.780	620.320	1.188.571	22.04.2008
ŞEKER	45.837	150.057	70.552	118.011	12.03.2007
TEB	68.266	130.506	46.555	Açıklanmadı	
TÜRKİYE GENEL	1.621.000	301.602	671.269	Açıklanmadı	12.03.2007

Satışı gerçekleşen firmalardan Axa Oyak PD-DD ve PD-Prim oranına göre hesaplanan değer üstünde, özsermayeye serbest nakit akımı yaklaşımına göre tespit edilen değer altında bir fiyattan satışı gerçekleşmiştir. Başak sigorta, Garanti Sigorta ve Koç Allianz firmalarının hisseleri her üç yöntemle göre tespit edilen değer üzerinde bir fiyattan satışının gerçekleştiği tespit edilmiştir. Şeker Sigorta ise, PD-DD oranı yöntemi ve özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımına göre tespit edilen değer üzerinde, PD-Prim oranı yöntemine göre tespit edilen değer altında bir fiyattan satılmıştır.

SONUÇ

Firma değeri değeri değeri tarihinde firmanın el değeri sırasında meydana gelebilecek olası fiyatın tahmin edilmesi işlemidir. Yani değeri işlemi bir tahmin işlemidir. Firma değerlemesinde kullanılan yaklaşımlar temel olarak üçe ayrılmaktadır. Bunlar, pazar yaklaşımı, gelir indirgeme yaklaşımı ve varlık temelli yaklaşımdır.

Pazar yaklaşımında borsada işlem gören firmaların piyasa değeri-değer değeri oranı, fiyat-kazanç oranı, piyasa değeri-satışlar (sigorta firmaları için piyasa değeri-prim geliri) gibi oranları kullanılarak borsada işlem görmeyen firmaların değeri tespit edilebilir. Pazar yaklaşımı emsal karşılaştırmaya dayanmaktadır.

Gelir indirgeme yaklaşımında ise firmanın gelecekte sağlayacağı gelir veya nakitlerin bugüne indirgenmesi söz konusudur. Bu yaklaşım içinde firmaya serbest nakit akımları yöntemi, özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi, ekonomik katma değer yöntemi ve temettü kapitalizasyonu yöntemi yer almaktadır. Bu yöntemlerden firmaya serbest nakit akımları yöntemi ve ekonomik katma değer yöntemi toplam firma değerinin tespitinde kullanılırken, özsermayeye serbest nakit akımları ve temettü kapitalizasyonu yöntemi, özsermaye değerinin tespitinde kullanılır. Gelir indirgeme yaklaşımlarında gelecekte sağlanacak tahmini gelir veya nakitler belirlenmiş bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmektedir. Firma toplam değerinin tespitinde kullanılan yöntemlerde iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılırken, özsermaye değerinin tespitinde kullanılan yöntemlerde iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu yöntemlerde bir diğer önemli durum ise iskonto oranının nominal veya reel olarak kullanılmasıdır. Eğer tahmin edilen gelir veya nakit akımları nominal olarak belirlenmiş ise kullanılacak iskonto oranı nominal iskonto oranıdır.

Eğer gelir veya nakit akımları reel olarak yani bugünkü alım gücü ile belirlenmiş ise iskonto oranı enflasyondan arındırılmış iskonto oranı olmalıdır.

Varlık temelli yaklaşım ikame prensibine dayanmaktadır. Bu yöntemde firmanın yeniden tesis edilmesi halinde tesis etme maliyeti araştırma konusudur. Maliyet yaklaşımı olarak da ifade edebileceğimiz bu yaklaşımda, firma varlıklarının bugünkü tesis edilme maliyetinden yıpranmaların bedeli çıkarılarak değer tespiti yapılmaktadır.

Bu çalışmada Türkiye’de kurulu hayat dışı sigorta firmalarının değeri gelir indirgeme yaklaşımları içinde yer alan özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile tespit edilmiştir. En temel ihtiyaçlardan güven ihtiyacını karşılayan sigorta firmalarının mali tablo yapılarının reel sektör firmalarının mali tablo yapılarından farklı olması nedeniyle, bu firmaların değer tespitinin özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile yapılması daha uygun olmaktadır. Türkiye’de kurulu hayat dışı sigorta firmalarının özsermaye değerlerinin tespitine geçmeden önce, 2005 öncesi ve 2005 sonrası mali tabloların düzenlenme şeklinin değişikliğe uğraması nedeniyle ortak bir formatta özet olarak yeni mali tabloların oluşturulma gereği duyulmuştur. Mali tablolar ÜFE’ye göre düzeltme yapılarak 2006 yılı fiyatlarıyla ifade edilmiştir. Gelecek mali tabloların tahmininde kullanılmak üzere tarihi verilerden yola çıkılarak anahtar rasyolar elde edilmiştir. Sigorta firmalarının faaliyet konusu gereği en önemli gelir kalemi toplamış olduğu primlerdir. Primler sigorta edilmiş konu ile ilgili gelecekte ortaya çıkabilecek riskler için alınmakta olduğundan, toplanan primlerin bir kısmı risk karşılığı olarak firmada “Teknik Karşılıklar” adıyla alıkonulmaktadır. Teknik karşılıklar olarak alıkonulan fonlar finansal yatırımlarda değerlendirilmektedir. Sigorta firmalarının en önemli diğer gelir kalemi de bu finansal yatırımlardan elde edilen gelirlerdir. Bu nedenle tahmini finansal tabloların oluşturulmasında anahtar rasyolar içinde primlerin büyüme oranı, teknik karşılıkların finansal yatırımlara oranı, yatırımların getiri oranı en önemli oranlar arasında yer almaktadır. Elde edilen rasyolara göre tahmin dönemi rasyoları ve bu rasyolara göre de

tahmin dönemi mali tabloları oluşturulmuştur. Tahmin edilen bilanço ve gelir tabloları kullanılarak özsermayeye serbest nakit akımları tespit edilmiş ve bu nakit akımları sermaye varlıklarını fiyatlama modeli ile bulunan özsermaye maliyetiyle bugüne indirgenerek firmaların özsermaye değeri bulunmuştur.

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli ile özsermaye maliyeti tespit edilirken; piyasa getiri oranı olarak İMKB 100 Endeksi 2000-2006 yılları ortalama yıllık getiri oranı alınmış, risksiz faiz oranı olarak 2006 yılı Ocak ayında ihraç edilmiş Hazine Bonosu yıllık bileşik faiz oranı alınmıştır. Reel getiri oranının hesaplanması için 2006 yılı Üretici Fiyatları Endeksi artış oranı kullanılmıştır. Beta katsayısı olarak İMKB’de işlem gören firmaların 31/12/2006 tarihli son 100 günlük verilerle elde edilen beta katsayısı kullanılmıştır. İMKB’de işlem gören firmaların beta katsayılarının ortalaması alınarak sektör betası bulunmuş ve elde edilen sektör beta katsayısı İMKB’de işlem görmeyen firmaların betası olarak kullanılmıştır.

İMKB’de işlem gören altı tane hayat dışı sektör sigorta firması ve İMKB’de işlem görmeyen on iki tane firmanın değeri gelir indirgeme yaklaşımlarından özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ve pazar yaklaşımlarından piyasa değeri-defter değeri oranı ve piyasa değeri-prim geliri oranı ile tespit edilmiştir. İnceleme konusu olan İMKB de işlem gören 6 firma ve işlem görmeyen 12 firmanın sektörde yer alan toplam 31 firma içindeki payı, aktif büyüklüğünde %94.76, teknik karşılıklarda %93.41, özsermayede %97, net primde %93.5, net karda %96.2’dir.

İMKB’de işlem gören 6 firmanın aktif büyüklüğü açısından sektör içindeki payı %51 olup özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile tespit edilen 2006 yıl sonu değerler incelendiğinde, hisse senetlerinin piyasa değerinin %7 ile %65 arasında düşük değerli olduğu gözlenmiştir. Ray sigorta %58, Güneş Sigorta %65 ile en fazla düşük değerli işlem gören hisse senetleri olup, Ray Sigorta’nın %58,2 oranındaki hisse senetleri hakim ortak tarafından 19/03/2007 tarihinde 81.480.000 ABD Doları yabancı bir firmaya

satılmıştır. Bu durum Ray Sigortanın tamamının 140.000.000 ABD Dolar (ilgili tarihteki kurla 194.600.000 YTL)ye el değıştirdiğini göstermekte olup, bu satış fiyatı İMKB'deki değerin düşük değeri olduğunu teyid etmektedir.

Pazar değeri yaklaşımına göre değeriyleme yapabilmek için İMKB'de işlem gören firmaların 2006 yıl sonu verileri ile piyasa değeri-defter değeri oranı ve piyasa değeri-prim geliri oranları bulunmuştur. Firmalar itibariyle piyasa değeri-defter değeri oranı 0,92 ile 8,72 arasında değışmekte olup, sektörün ortalama PD-DD oranı 3,24 bulunmuştur. Piyasa değeri-prim oranı ise 0,28 ile 2,45 arasında olup, ortalama 1,13'tür.

İMKB'de işlem görmeyen seçilmiş 12 firmanın toplam sektör içindeki payı aktif büyüklüğü açısından %44'tür. Bu firmaların değeri özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımı ile tespit edilirken özsermaye maliyeti olarak sektör betasına göre hesaplanan oran kullanılmıştır. Diğer yandan borsada işlem gören firmaların ortalama piyasa değeri-defter değeri oranı ve piyasa değeri-prim geliri oranı kullanılarak pazar değeri tespit edilmiştir. Değeriyleme tarihi sonrası bazı firmaların belirli oranlarda hisseleri blok halinde satılmıştır. Satışı gerçekleşen firmalardan Axa Oyak PD-DD ve PD-Prim oranına göre hesaplanan değerin üstünde, özsermayeye serbest nakit akımı yaklaşımına göre tespit edilen değerin altında bir fiyattan satışı gerçekleşmiştir. Başak Sigorta, Garanti Sigorta ve Koç Allianz firmalarının hisseleri her üç yaklaşıma göre tespit edilen değerin üzerinde bir fiyattan satışının gerçekleştiği tespit edilmiştir. Şeker Sigorta ise, PD-DD oranı yaklaşımı ve özsermayeye serbest nakit akımları yaklaşımına göre tespit edilen değerin üzerinde, PD-Prim oranı yaklaşımına göre tespit edilen değerin altında bir fiyattan satılmıştır.

KAYNAKÇA

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

AKLİN, Kerem, Genel Ekonomi, (Erişim)<http://www.tspakb.org.tr>, 05 Mart 2005.

AKDOĞAN, Nalan, TENKER, Nejat; **Finansal Tablolar ve Analiz Teknikleri**, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1997.

AKMUT, Özdemir; **Hayat Sigortaları**, İstanbul, 1992.

AKMUT, Özdemir; **“Hayat Sigortası Teorisi ve Türkiye’deki Uygulama”**, Sevinç Matbaası, Ankara, 1980.

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.

AKTAŞ, Rafet, “Sigorta İşletmelerinde Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımının Kullanılması ve Değerlendirilmesi”, Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 2005.

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

BICKELHAUPT, L., Davit; **General Insurance**, Çev. Erdal Yaman, Dış Satım Kredi Sigortası, Halkevleri Basımevi, Ankara, 1983.

BLACK Andrew v.d., **Hissedar Değeri Arayışı**, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 1998.

BOLAK Mehmet; **Risk ve Yönetimi**, Birsan Yayınevi, İstanbul 2004.

Business Valuation, International Valuation Guidance Note No.6, International Valuation Standards Seventh Edition 2005.

CHAMBERS Nurgül, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Yayınevi, İstanbul , 2005.

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.

COKKEREL H.A.L, **Insurance**, The Teach Yourself Books, 2000,London.

ÇITAK, Serdar, “**Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine**”, Dünya Yayıncılık, İstanbul, 1999.

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

ERCAN, Metin Kamil, ÜRETEN Aycan; **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.

GOLDFARB Richard, **P&C Insurance Company Valuation**, Casulty Actuarial Society, 2005.

GENÇ Ahmet, **Sigorta şirketlerinin Mali Analizi Erken Uyarı Sistemi ve Derecelendirme (Rating)**, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Ankara 2006, s.41.

GÖZEN, Mustafa,” İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi”, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2001.

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

GÜVEL, Enver Alper, GÜVEL Afıtap Öndaş; **Sigortacılık**, 2. Baskı, Seçkin Kitabevi, 2004.

Güncel Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu,(Erişim) <http://www.tdk.gov.tr/sozluk.html> , 03 Ekim 2005.

HARRINGTON, Scott E., NIEHAUS Gregory R. ; **Risk Management and Insurance**, Second Edition, Mc Graw Hill, 2003.

HIZLI PERÇEM, Başak; “Sigorta Sektörünün Gelişimi, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana 2007.

IVS 1- Market Value Basis of Valuation, International Valuation Standarts Seventh Edition, 2005.

İŞSEVEROĞLU, Gülsün, “Sigorta Şirketlerinde Finansal Başarının Ölçülmesi ve Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi SBE, Bursa 2005.

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.**

KARSLI, Muharrem; **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, 2004, s. 450.

KAVAL, Hasan, “Karşılıklarla İlgili Mevzuat ve Standart Genel Hesap Planında Karşılıkların Düzenlenmesi”, Uygulamalı Mevzuat Dergisi, Ankara, 1990, 18-35.

ÖZBOLAT, Murat; **Temel Sigortacılık**, I. Baskı, Seçkin Kitabevi, 2006.

ÖZKAN, Turgut; **TDHP Sisteminde Sigorta Muhasebesi**, Türk sigorta Enstitüsü Vakfı, Yayın No 25, İstanbul, Haziran 2007.

ÖZKAN Mehmet, **Sigorta İşlemleri ve Muhasebesi**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul 1998.

SAĞLAM, Necdet; “Sigorta İşletmelerinde Mali Tabloların Hazırlanması ve Avrupa Birliğine Uyum”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Eskişehir 1996.

SARIKAMIŞ, Cevat; **Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2003.

Sigortacılık ve BES Faaliyet Raporu 2006, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Sigorta Denetleme Kurulu, (Erişim) http://www.hazine.gov.tr/sdk2006/Rapor_2006.pdf.14 Mart 2007.

Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ (Sigortacılık Muhasebe Sistemi Tebliğ No: 1) Resmi Gazete Tarihi: 30.12.2004 R.G. No: 25686.

Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Finansal Raporları Hakkında Yönetmelik, Resmi Gazete Tarihi: 14.07.2007 R.G. No: 26582.

Sigorta ve Reasürans Şirketleri ile Emeklilik Şirketlerinin Teknik Karşılıklarına ve Bu Karşılıkların Yatırılacağı Varlıklara İlişkin Yönetmelik, Madde 5/4, Resmi Gazete Tarihi: 7.08.2007 R.G. No: 26606.

Sigorta ve Reasürans ile Emeklilik Şirketlerinin Sermaye Yeterliliklerinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik, Resmi Gazete Tarihi: 19.01.2008 R.G. No: 26761.

Sigorta Eğitimi,(Erişim), <http://www.sigortaegitimi.com>, 24 Mayıs 2007.

Sigortacılık Hesap Planı ve İzahnamesi Hakkında Tebliğ , madde 5.

ŞENEL, Kerem, YANIK Serhat, **Temel Finans Matematiği Değerleme Yöntemleri Muhasebe ve Mali Analiz** , Ekim 2004.

TANRIÖVEN, Cihan; “Sigortacılıkta Müşterek Fonların Yönetimi ve Aktüaryal Dengelerin Kurulması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara 1998.

TATAR, Tefik, ÜNER M.Mithat; **İşletmecilik İlkeleri**, Gazi Büro Yayınları, Ankara, 1992.

TEMIZER, Uygur; “Sigorta İşletmelerinde Muhasebe Düzeninin İncelenmesi ve Tek Düzen Hesap Planı Önerisi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara 1995.

Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği 2006 Faaliyet Raporu;(Erişim)<http://www.tsrsb.org.tr/NR/rdonlyres/DAC83FF8-C7F6-4B47-82E8-4288579B8CDA/3021/FaaliyetRaporu1.pdf> ,13 Haziran 2007.

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

ÜNLÜÖNEN, Kurban, TAYFUN Ahmet, **Ekonomi**, Nobel Yayıncılık, 2. baskı Ankara, 2007.

YANIK, Serhat; “Sigorta İşletmelerinde Mali Yeterlilik Analizi ve Türk Sigorta Sektöründe Bir Uygulama Örneği”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2000.

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.

EKLER

EK 1:ANADOLU SİGORTA EKLER

Anadolu Sigorta 2002-2006 Tarihi Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	261	268	260	70	79
FİNANSAL VARLIKLAR	213.399	294.086	422.695	657.668	786.043
TİCARİ ALACAKLAR	126.547	176.825	281.879	347.755	425.293
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	17.038	21.492	16.620	16.258	17.634
DİĞER VARLIKLAR	150	169	13.248	6.396	44
AKTİF TOPLAMI	357.395	492.840	734.702	1.028.147	1.229.093
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	209.588	308.789	472.680	561.743	722.636
Finansal Borçlar				58	327
TİCARİ BORÇLAR	39.675	40.641	58.868	79.949	96.255
TEKNİK KARŞILIKLAR	110.858	214.198	361.347	454.027	604.842
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	59.055	53.950	52.465	27.709	21.212
ÖZSERMAYE	147.807	184.051	262.022	466.404	506.457
ÖDENMİŞ SERMAYE	80.000	80.000	100.000	154.504	200.000
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	21.183	62.170	83.847	276.834	281.259
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	-5.207	0
DÖNEM NET KAR ZARARI	46.624	41.881	78.175	40.273	25.199
PASİF TOPLAMI	357.395	492.840	734.702	1.028.147	1.229.093

Anadolu Sigorta 2002-2006 Tarihi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	197.065	293.635	474.559	582.060	683.096
YATIRIMLARIN GELİRİ	107.839	113.516	118.140	86.890	102.576
DİĞER GELİRLER	24.501	32.160	41.530	11.374	40.622
GELİR TOPLAMI	329.405	439.311	634.229	680.324	826.293
ÖDENEN TAZMİNATLAR	106.225	156.564	233.248	400.364	505.584
DİĞER GİDERLER	144.010	221.604	316.386	224.038	289.629
GİDER TOPLAMI	250.235	378.168	549.634	624.402	795.213
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	79.170	61.143	84.595	55.922	31.081
Vergi	32.546	19.262	6.420	15.649	5.882
NET KAR	46.624	41.881	78.175	40.273	25.199

Anadolu Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	388	349	298	78	79
FİNANSAL VARLIKLAR	317.074	383.493	484.189	733.826	786.043
TİCARİ ALACAKLAR	188.027	230.583	322.887	388.025	425.293
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	25.316	28.026	19.038	18.141	17.634
DİĞER VARLIKLAR	223	220	15.175	7.137	44
AKTİF TOPLAMI	531.028	642.672	841.587	1.147.206	1.229.093
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	311.412	402.666	541.446	626.793	722.636
Finansal Borçlar	0	0	0	65	327
TİCARİ BORÇLAR	58.950	52.997	67.432	89.207	96.255
TEKNİK KARŞILIKLAR	164.716	279.318	413.916	506.603	604.842
DİĞER YÜKÜMLÜKLER	87.746	70.352	60.098	30.918	21.212
ÖZSERMAYE	219.616	240.006	300.141	520.413	506.457
ÖDENMİŞ SERMAYE	118.866	104.321	114.548	172.396	200.000
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	31.474	81.071	96.045	308.891	281.259
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	-5.810	0
DÖNEM NET KAR ZARARI	69.275	54.614	89.548	44.937	25.199
PASİF TOPLAMI	531.028	642.672	841.587	1.147.206	1.229.093

Anadolu Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	292.805	382.905	543.598	649.462	683.096
YATIRIMLARIN GELİRİ	160.230	148.027	135.327	96.952	102.576
DİĞER GELİRLER	36.404	41.937	47.572	12.691	40.622
GELİR TOPLAMI	489.439	572.869	726.497	759.105	826.293
ÖDENEN TAZMİNATLAR	157.832	204.162	267.181	446.726	505.584
DİĞER GİDERLER	213.974	288.975	362.414	249.982	289.629
GİDER TOPLAMI	371.806	493.138	629.595	696.708	795.213
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	117.633	79.732	96.902	62.398	31.081
Vergi	48.358	25.118	7.354	17.461	5.882
NET KAR	69.275	54.614	89.548	44.937	25.199

Anadolu Sigorta 2002-2006 Seçilmiş Rasyoları

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		30,77%	41,97%	19,47%	5,18%	24,35%	15,74%
YATIRIM GETİRİ ORANI	50,53%	38,60%	27,95%	13,21%	13,05%	28,67%	16,28%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,43%	10,95%	8,75%	1,95%	5,95%	8,01%	4,17%
NET HASAR/NET PRİM	53,90%	53,32%	49,15%	68,78%	74,01%	59,83%	10,87%
DİĞER GİDER/NET PRİM	73,08%	75,47%	66,67%	38,49%	42,40%	59,22%	17,49%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,08%	0,06%	0,04%	0,01%	0,01%	0,04%	0,03%
TEKNİK							
KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	51,95%	72,84%	85,49%	69,04%	76,95%	71,25%	12,40%
TEKNİK KARŞILIKLAR/PASİF	31,02%	43,46%	49,18%	44,16%	49,21%	43,41%	7,43%
TİCARİ ALACAKLAR/NET							
PRİMLER	64,22%	60,22%	59,40%	59,75%	62,26%	61,17%	2,03%
MADDİ DURAN							
VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	5,17%	4,89%	2,62%	2,39%	2,13%	3,44%	1,47%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM							
GELİR	0,05%	0,04%	2,09%	0,94%	0,01%	0,62%	0,91%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM							
GELİR	12,04%	9,25%	9,28%	11,75%	11,65%	10,80%	1,40%
KARŞILIKLARDAKİ							
ARTIŞ/NET PRİM	0,00%	29,93%	24,76%	14,27%	14,38%	16,67%	11,51%
DİĞER							
YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM							
GELİR	17,93%	12,28%	8,27%	4,07%	2,57%	9,02%	6,26%
AKTİF BÜYÜME HIZI		21,02%	30,95%	36,31%	7,14%	23,86%	12,82%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	31,54%	22,76%	29,84%	8,63%	4,98%	19,55%	12,16%
AKTİF KARLILIĞI	13,05%	8,50%	10,64%	3,92%	2,05%	7,63%	4,58%

Anadolu Sigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	24,35%	24,35%	24,35%	24,35%	24,35%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	42,40%	42,40%	42,40%	42,40%	42,40%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	61,17%	61,17%	61,17%	61,17%	61,17%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM					
GELİR	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%	10,80%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM					
GELİR	9,02%	9,02%	9,02%	9,02%	9,02%

Anadolu Sigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	1.454	2.061	2.558	3.176	3.944	4.900
FİNANSAL VARLIKLAR	786.493	966.018	1.189.254	1.466.843	1.812.019	2.241.238
TİCARİ ALACAKLAR	387.859	482.295	599.724	745.744	927.317	1.153.099
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	28.439	40.319	50.042	62.132	77.167	95.862
DİĞER VARLIKLAR	26.970	38.236	47.457	58.923	73.181	90.910
AKTİF TOPLAMI	1.231.215	1.528.928	1.889.034	2.336.818	2.893.628	3.586.010
YÜKÜMLÜKLER	771.524	979.211	1.207.876	1.492.216	1.845.787	2.285.444
TİCARİ BORÇLAR	89.728	127.209	157.886	196.033	243.468	302.453
TEKNİK KARŞILIKLAR	604.842	742.903	914.580	1.128.056	1.393.509	1.723.594
DİĞER YÜKÜMLÜKLER	76.955	109.100	135.410	168.127	208.809	259.397
ÖZSERMAYE	459.690	549.717	681.158	844.602	1.047.841	1.300.565
PASİF TOPLAMI	1.231.215	1.528.928	1.889.034	2.336.818	2.893.628	3.586.010

Anadolu Sigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	683.096	849.415	1.056.230	1.313.400	1.633.186	2.030.832
YATIRIMLARIN GELİRİ	102.576	219.208	269.864	332.854	411.181	508.579
DİĞER GELİRLER	40.622	102.824	127.859	158.990	197.701	245.837
GELİR TOPLAMI	826.293	1.171.446	1.453.953	1.805.244	2.242.067	2.785.248
ÖDENEN TAZMİNATLAR	505.584	506.175	629.418	782.668	973.231	1.210.192
DİĞER GİDERLER	289.629	360.148	447.836	556.875	692.463	861.063
GİDER TOPLAMI	795.213	866.323	1.077.254	1.339.543	1.665.694	2.071.255
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	31.081	305.124	376.699	465.701	576.374	713.993
VERGİ	5.882	61.025	75.340	93.140	115.275	142.799
DÖNEM NET KARI	25.199	244.099	301.359	372.561	461.099	571.194

EK 2: AVİVA SİGORTA EKLER**Aviva Sigorta 2002-2006 Tarihi Bilançolar**

(1000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	11	5	0	0	0
FİNANSAL VARLIKLAR	26.438	34.237	59.518	81.269	105.680
TİCARİ ALACAKLAR	24.335	27.287	30.408	39.036	52.710
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	1.284	1.374	2.077	1.660	1.302
DİĞER VARLIKLAR	1.113	469	548	7.210	10.096
AKTİF TOPLAMI	53.181	63.372	92.551	129.175	169.788
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	45.033	58.346	75.872	99.214	127.352
Finansal Borçlar				13	0
TİCARİ BORÇLAR	6.161	4.439	2.701	4.103	2.604
TEKNİK KARŞILIKLAR	32.260	47.199	64.294	85.165	109.653
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	6.612	6.708	8.877	9.933	15.095
ÖZSERMAYE	8.148	5.026	16.679	29.961	42.436
ÖDENMİŞ SERMAYE	14.000	14.000	20.500	66.121	66.140
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	2.157	2.141	2.113	7.004	6.173
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	-8.009	-11.116	-51.109	-43.327
DÖNEM NET KAR ZARARI	-8.009	-3.106	5.182	7.944	13.451
PASİF TOPLAMI	53.181	63.372	92.551	129.175	169.788

Aviva Sigorta 2002-2006 Tarihi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	39.095	61.528	94.344	117.666	141.505
YATIRIMLARIN GELİRİ	13.657	13.954	14.436	13.202	17.692
DİĞER GELİRLER	3.828	2.909	1.627	-2.892	4.628
GELİR TOPLAMI	56.580	78.391	110.407	127.976	163.825
ÖDENEN TAZMİNATLAR	28.524	36.152	50.647	52.983	76.541
DİĞER GİDERLER	35.462	44.933	53.913	63.194	72.646
GİDER TOPLAMI	63.986	81.085	104.560	116.177	149.187
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	-7.406	-2.694	5.847	11.798	14.638
Vergi	603	412	665	3.855	1.187
NET KAR	-8.009	-3.106	5.182	7.944	13.451

Aviva Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	16	7	0	0	0
FİNANSAL VARLIKLAR	39.282	44.646	68.177	90.680	105.680
TİCARİ ALACAKLAR	36.158	35.583	34.832	43.556	52.710
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	1.908	1.792	2.379	1.852	1.302
DİĞER VARLIKLAR	1.654	612	628	8.044	10.096
AKTİF TOPLAMI	79.018	82.638	106.015	144.134	169.788
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	66.911	76.084	86.910	110.703	127.352
Finansal Borçlar	0	0	0	15	0
TİCARİ BORÇLAR	9.154	5.789	3.094	4.578	2.604
TEKNİK KARŞILIKLAR	47.933	61.548	73.648	95.027	109.653
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	9.824	8.747	10.168	11.083	15.095
ÖZSERMAYE	12.107	6.554	19.105	33.430	42.436
ÖDENMİŞ SERMAYE	20.802	18.256	23.482	73.778	66.140
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	3.205	2.792	2.420	7.815	6.173
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	-10.444	-12.733	-57.027	-43.327
DÖNEM NET KAR ZARARI	-11.900	-4.050	5.936	8.864	13.451
PASİF TOPLAMI	79.018	82.638	106.015	144.134	169.788

Aviva Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	58.088	80.234	108.069	131.291	141.505
YATIRIMLARIN GELİRİ	20.292	18.196	16.536	14.730	17.692
DİĞER GELİRLER	5.688	3.793	1.864	-3.227	4.628
GELİR TOPLAMI	84.068	102.223	126.469	142.795	163.825
ÖDENEN TAZMİNATLAR	42.382	47.143	58.015	59.119	76.541
DİĞER GİDERLER	52.690	58.593	61.756	70.512	72.646
GİDER TOPLAMI	95.072	105.736	119.771	129.630	149.187
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	-11.004	-3.513	6.698	13.165	14.638
Vergi	896	537	762	4.301	1.187
NET KAR	-11.900	-4.050	5.936	8.864	13.451

Aviva Sigorta 2002-2006 Seçilmiş Rasyoları

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		38,12%	34,69%	21,49%	7,78%	25,52%	13,83%
YATIRIM GETİRİ ORANI	51,66%	40,76%	24,25%	16,24%	16,74%	29,93%	15,67%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	9,79%	4,73%	1,72%	-2,46%	3,27%	3,41%	4,47%
NET HASAR/NET PRİM	72,96%	58,76%	53,68%	45,03%	54,09%	56,90%	10,25%
DİĞER GİDER/NET PRİM	90,71%	73,03%	57,15%	53,71%	51,34%	65,19%	16,59%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	122,02%	137,86%	108,02%	104,79%	103,76%	115,29%	14,58%
TEKNİK KARŞILIKLAR/PASİF	60,66%	74,48%	69,47%	65,93%	64,58%	67,02%	5,23%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	62,25%	44,35%	32,23%	33,18%	37,25%	41,85%	12,36%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	2,27%	1,75%	1,88%	1,30%	0,79%	1,60%	0,57%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	1,97%	0,60%	0,50%	5,63%	6,16%	2,97%	2,74%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	10,89%	5,66%	2,45%	3,21%	1,59%	4,76%	3,75%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	0,00%	16,97%	11,20%	16,28%	10,34%	10,96%	6,80%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	11,69%	8,56%	8,04%	7,76%	9,21%	9,05%	1,57%
AKTİF BÜYÜME HIZI		4,58%	28,29%	35,96%	17,80%	21,66%	13,60%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	-98,29%	-61,80%	31,07%	26,51%	31,70%	-14,16%	61,54%
AKTİF KARLILIĞI	-15,06%	-4,90%	5,60%	6,15%	7,92%	-0,06%	9,78%

Aviva Sigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	25,52%	25,52%	25,52%	25,52%	25,52%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	51,34%	51,34%	51,34%	51,34%	51,34%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	41,85%	41,85%	41,85%	41,85%	41,85%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%	4,76%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%

Aviva Sigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	288	422	530	666	837	1.051
FİNANSAL VARLIKLAR	142.585	180.125	227.245	286.391	360.632	453.820
TİCARİ ALACAKLAR	80.346	100.851	126.589	158.896	199.448	250.349
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	2.620	3.838	4.821	6.056	7.606	9.551
DİĞER VARLIKLAR	5.347	7.833	9.841	12.361	15.524	19.495
AKTİF TOPLAMI	231.186	293.069	369.027	464.370	584.046	734.265
YÜKÜMLÜKLER	142.700	186.935	235.580	296.640	373.283	469.487
TİCARİ BORÇLAR	17.790	26.061	32.741	41.125	51.648	64.858
TEKNİK KARŞILIKLAR	109.653	138.522	174.760	220.245	277.339	349.004
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	15.257	22.351	28.080	35.270	44.296	55.625
ÖZSERMAYE	88.486	106.134	133.447	167.730	210.763	264.778
PASİF TOPLAMI	231.186	293.069	369.027	464.370	584.046	734.265

Aviva Sigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	141.505	177.618	222.948	279.847	351.267	440.913
YATIRIMLARIN GELİRİ	17.692	40.874	51.566	64.988	81.834	102.980
DİĞER GELİRLER	4.628	21.501	26.988	33.876	42.522	53.374
GELİR TOPLAMI	163.825	239.993	301.503	378.711	475.622	597.267
ÖDENEN TAZMİNATLAR	76.541	105.845	132.857	166.764	209.323	262.744
DİĞER GİDERLER	72.646	91.186	114.458	143.668	180.334	226.357
GİDER TOPLAMI	149.187	197.031	247.315	310.432	389.657	489.102
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	14.638	42.962	54.188	68.279	85.965	108.165
VERGİ	1.187	8.592	10.838	13.656	17.193	21.633
DÖNEM NET KARI	13.451	34.370	43.350	54.623	68.772	86.532

GÜNEŞ SİGORTA EKLER**Güneş Sigorta 2002-2006 Tarihi Bilançolar**

(1000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	4.264	990	824	741	1.578
FİNANSAL VARLIKLAR	55.343	84.036	106.609	154.627	171.002
TİCARİ ALACAKLAR	53.992	83.513	104.220	118.104	130.834
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	36.699	45.585	47.175	71.243	69.645
DİĞER VARLIKLAR	30	15	30	26.005	27.369
AKTİF TOPLAMI	150.328	214.139	258.858	370.720	400.429
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	75.908	132.830	167.259	202.473	239.260
Finansal Borçlar				479	139
TİCARİ BORÇLAR	24.367	43.818	21.132	22.322	34.077
TEKNİK KARŞILIKLAR	44.835	77.537	127.492	165.974	193.657
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	6.706	11.475	18.635	13.699	11.386
ÖZSERMAYE	74.420	81.309	91.599	168.247	161.169
ÖDENMİŞ SERMAYE	43.200	43.200	75.000	141.835	141.835
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	14.495	28.834	9.828	20.308	16.800
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	0	0
DÖNEM NET KAR ZARARI	16.725	9.275	6.771	6.104	2.533
PASİF TOPLAMI	150.328	214.139	258.858	370.720	400.429

Güneş Sigorta 2002-2006 Tarihi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	70.799	106.125	174.072	230.519	244.802
YATIRIMLARIN GELİRİ	17.083	21.568	20.906	14.991	15.404
DİĞER GELİRLER	27.969	34.337	53.237	-12.798	1.650
GELİR TOPLAMI	115.851	162.030	248.215	232.712	261.856
ÖDENEN TAZMİNATLAR	39.019	53.134	94.028	155.162	189.057
DİĞER GİDERLER	60.042	98.783	146.936	67.934	70.109
GİDER TOPLAMI	99.061	151.917	240.964	223.096	259.166
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	16.790	10.113	7.251	9.616	2.690
Vergi	262	838	480	3.512	0
NET KAR	16.528	9.275	6.771	6.104	2.690

Güneş Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	6.336	1.291	944	827	1.578
FİNANSAL VARLIKLAR	82.230	109.584	122.119	172.533	171.002
TİCARİ ALACAKLAR	80.223	108.902	119.382	131.781	130.834
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	54.528	59.444	54.038	79.493	69.645
DİĞER VARLIKLAR	45	20	34	29.016	27.369
AKTİF TOPLAMI	223.362	279.241	296.517	413.649	400.429
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	112.786	173.213	191.592	225.920	239.260
Finansal Borçlar	0	0	0	534	139
TİCARİ BORÇLAR	36.205	57.139	24.206	24.907	34.077
TEKNİK KARŞILIKLAR	66.617	101.110	146.040	185.194	193.657
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	9.964	14.964	21.346	15.285	11.386
ÖZSERMAYE	110.575	106.028	104.925	187.730	161.169
ÖDENMİŞ SERMAYE	64.188	56.334	85.911	158.259	141.835
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	21.537	37.600	11.258	22.660	16.800
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	0	0
DÖNEM NET KAR ZARARI	24.850	12.095	7.756	6.810	2.533
PASİF TOPLAMI	223.362	279.241	296.517	413.649	400.429

Güneş Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	105.195	138.389	199.396	257.213	244.802
YATIRIMLARIN GELİRİ	25.382	28.125	23.947	16.727	15.404
DİĞER GELİRLER	41.557	44.776	60.982	-14.280	1.650
GELİR TOPLAMI	172.135	211.290	284.325	259.660	261.856
ÖDENEN TAZMİNATLAR	57.976	69.288	107.707	173.130	189.057
DİĞER GİDERLER	89.212	128.815	168.312	75.801	70.109
GİDER TOPLAMI	147.188	198.102	276.020	248.931	259.166
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	24.947	13.188	8.306	10.730	2.690
Vergi	389	1.093	550	3.919	0
NET KAR	24.558	12.095	7.756	6.810	2.690

Güneş Sigorta 2002-2006 Seçilmiş Rasyoları

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		31,55%	44,08%	29,00%	-4,83%	24,95%	20,92%
YATIRIM GETİRİ ORANI	30,87%	25,67%	19,61%	9,69%	9,01%	18,97%	9,64%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	39,50%	32,36%	30,58%	-5,55%	0,67%	19,51%	20,43%
NET HASAR/NET PRİM	55,11%	50,07%	54,02%	67,31%	77,23%	60,75%	11,25%
DİĞER GİDER/NET PRİM	84,81%	93,08%	84,41%	29,47%	28,64%	64,08%	32,16%
NAKİT/TOPLAM GELİR	3,68%	0,61%	0,33%	0,32%	0,60%	1,11%	1,44%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	81,01%	92,27%	119,59%	107,34%	113,25%	102,69%	15,79%
TEKNİK KARŞILIKLAR/PASİF	29,82%	36,21%	49,25%	44,77%	48,36%	41,68%	8,40%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	76,26%	78,69%	59,87%	51,23%	53,44%	63,90%	12,82%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	31,68%	28,13%	19,01%	30,61%	26,60%	27,21%	5,00%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	0,03%	0,01%	0,01%	11,17%	10,45%	4,33%	5,92%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	21,03%	27,04%	8,51%	9,59%	13,01%	15,84%	7,96%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	0,00%	24,92%	22,53%	15,22%	3,46%	13,23%	11,16%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	5,79%	7,08%	7,51%	5,89%	4,35%	6,12%	1,24%
AKTİF BÜYÜME HIZI		25,02%	6,19%	39,50%	-3,20%	16,88%	19,11%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	22,47%	11,41%	7,39%	3,63%	1,57%	9,29%	8,27%
AKTİF KARLILIĞI	11,13%	4,33%	2,62%	1,65%	0,63%	4,07%	4,17%

Güneş Sigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	24,95%	24,95%	24,95%	24,95%	24,95%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	28,64%	28,64%	28,64%	28,64%	28,64%
NAKİT/TOPLAM GELİR	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	63,90%	63,90%	63,90%	63,90%	63,90%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	27,21%	27,21%	27,21%	27,21%	27,21%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	4,33%	4,33%	4,33%	4,33%	4,33%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%	6,12%

Güneş Sigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	461	730	912	1.141	1.426	1.783
FİNANSAL VARLIKLAR	251.818	316.467	397.248	498.185	624.309	781.903
TİCARİ ALACAKLAR	138.997	173.680	217.018	271.168	338.831	423.377
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	71.240	112.829	141.094	176.412	220.543	275.685
DİĞER VARLIKLAR	8.547	13.537	16.928	21.165	26.460	33.075
AKTİF TOPLAMI	471.063	617.243	773.200	968.072	1.211.568	1.515.823
YÜKÜMLÜKLER	246.480	327.035	410.116	513.928	643.644	805.726
TİCARİ BORÇLAR	28.435	45.035	56.318	70.415	88.030	110.040
TEKNİK KARŞILIKLAR	193.657	243.375	305.498	383.123	480.116	601.312
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	24.387	38.624	48.300	60.391	75.498	94.375
ÖZSERMAYE	224.583	290.208	363.083	454.143	567.924	710.097
PASİF TOPLAMI	471.063	617.243	773.200	968.072	1.211.568	1.515.823

Güneş Sigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	244.802	305.885	382.210	477.580	596.747	745.649
YATIRIMLARIN GELİRİ	15.404	71.812	90.143	113.048	141.667	177.428
DİĞER GELİRLER	1.650	37.028	46.267	57.812	72.238	90.262
GELİR TOPLAMI	261.856	414.725	518.621	648.440	810.652	1.013.340
ÖDENEN TAZMİNATLAR	189.057	182.280	227.763	284.595	355.607	444.339
DİĞER GİDERLER	70.109	87.603	109.462	136.776	170.904	213.549
GİDER TOPLAMI	259.166	269.883	337.225	421.370	526.512	657.888
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	2.690	144.842	181.395	227.070	284.140	355.452
VERGİ	0	28.968	36.279	45.414	56.828	71.090
DÖNEM NET KARI	2.690	115.874	145.116	181.656	227.312	284.361

EK 4: RAY SİGORTA EKLER**Ray Sigorta 2002-2006 Tarihi Bilançolar**

(1000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	335	143	152	264	232
FİNANSAL VARLIKLAR	27.911	41.968	53.157	57.916	66.250
TİCARİ ALACAKLAR	24.559	42.437	48.625	61.221	72.997
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	14.311	18.116	17.774	16.611	15.804
DİĞER VARLIKLAR	3.193	311	3.150	2.071	1.333
AKTİF TOPLAMI	70.309	102.975	122.858	138.084	156.616
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	44.093	73.801	96.310	116.174	140.420
Finansal Borçlar				302	144
TİCARİ BORÇLAR	9.388	13.988	12.330	8.898	12.741
TEKNİK KARŞILIKLAR	28.467	54.173	75.724	100.358	121.152
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	6.238	5.640	8.256	6.617	6.383
ÖZSERMAYE	26.216	29.174	26.548	21.909	16.196
ÖDENMİŞ SERMAYE	14.979	25.016	29.018	55.197	40.000
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	7.062	5.049	1.047	8.246	301
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	-891	-37.550	-7.885
DÖNEM NET KAR ZARARI	4.175	-891	-2.626	-3.983	-16.221
PASİF TOPLAMI	70.309	102.975	122.858	138.084	156.616

Ray Sigorta 2002-2006 Tarihi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	46934	72563	100.945	134.195	156.162
YATIRIMLARIN GELİRİ	10169	9642	9.214	7.271	7.303
DİĞER GELİRLER	9268	12565	19.147	-10.954	-542
GELİR TOPLAMI	66371	94770	129.306	130.512	162.923
ÖDENEN TAZMİNATLAR	24342	37419	60.996	86.023	119.990
DİĞER GİDERLER	34980	57872	69.508	48.471	59.154
GİDER TOPLAMI	59322	95291	130.504	134.494	179.144
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	7049	-521	-1.198	-3.983	-16.221
Vergi	2874	370	1.428	0	0
NET KAR	4175	-891	-2.626	-3.983	-16.221

Ray Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	498	186	174	294	232
FİNANSAL VARLIKLAR	41.471	54.727	60.890	64.623	66.250
TİCARİ ALACAKLAR	36.490	55.339	55.699	68.311	72.997
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	21.264	23.624	20.360	18.535	15.804
DİĞER VARLIKLAR	4.744	406	3.608	2.311	1.333
AKTİF TOPLAMI	104.467	134.281	140.731	154.074	156.616
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	65.515	96.238	110.321	129.627	140.420
Finansal Borçlar	0	0	0	337	144
TİCARİ BORÇLAR	13.949	18.241	14.124	9.928	12.741
TEKNİK KARŞILIKLAR	42.297	70.643	86.740	111.979	121.152
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	9.269	7.355	9.457	7.383	6.383
ÖZSERMAYE	38.952	38.043	30.410	24.446	16.196
ÖDENMİŞ SERMAYE	22.256	32.621	33.240	61.589	40.000
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	10.493	6.584	1.199	9.200	301
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	-1.021	-41.899	-7.885
DÖNEM NET KAR ZARARI	6.203	-1.162	-3.008	-4.444	-16.221
PASİF TOPLAMI	104.467	134.281	140.731	154.074	156.616

Ray Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	69.736	94.623	115.631	149.735	156.162
YATIRIMLARIN GELİRİ	15.109	12.573	10.554	8.112	7.303
DİĞER GELİRLER	13.771	16.385	21.933	-12.222	-542
GELİR TOPLAMI	98.616	123.582	148.117	145.625	162.923
ÖDENEN TAZMİNATLAR	36.168	48.795	69.870	95.985	119.990
DİĞER GİDERLER	51.974	75.466	79.620	54.084	59.154
GİDER TOPLAMI	88.142	124.261	149.490	150.069	179.144
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	10.474	-679	-1.372	-4.444	-16.221
Vergi	4.270	482	1.636	0	0
NET KAR	6.203	-1.162	-3.008	-4.444	-16.221

Ray Sigorta 2002-2006 Seçilmiş Rasyoları

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		35,69%	22,20%	29,49%	4,29%	22,92%	13,59%
YATIRIM GETİRİ ORANI	36,43%	22,97%	17,33%	12,55%	11,02%	20,06%	10,27%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	19,75%	17,32%	18,97%	-8,16%	-0,35%	9,50%	12,89%
NET HASAR/NET PRİM	51,86%	51,57%	60,42%	64,10%	76,84%	60,96%	10,41%
DİĞER GİDER/NET PRİM	74,53%	79,75%	68,86%	36,12%	37,88%	59,43%	20,84%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,50%	0,15%	0,12%	0,20%	0,14%	0,22%	0,16%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	101,99%	129,08%	142,45%	173,28%	182,87%	145,94%	32,94%
TEKNİK KARŞILIKLAR/PASİF	40,49%	52,61%	61,64%	72,68%	77,36%	60,95%	14,96%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	52,33%	58,48%	48,17%	45,62%	46,74%	50,27%	5,25%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	21,56%	19,12%	13,75%	12,73%	9,70%	15,37%	4,85%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	4,81%	0,33%	2,44%	1,59%	0,82%	2,00%	1,76%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	14,14%	14,76%	9,54%	6,82%	7,82%	10,62%	3,64%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	0,00%	29,96%	13,92%	16,86%	5,87%	13,32%	11,43%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	9,40%	5,95%	6,38%	5,07%	3,92%	6,14%	2,05%
AKTİF BÜYÜME HIZI		28,54%	4,80%	9,48%	1,65%	11,12%	12,05%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	15,93%	-3,05%	-9,89%	-18,18%	100,16%	-23,07%	44,89%
AKTİF KARLILIĞI	5,94%	-0,87%	-2,14%	-2,88%	-10,36%	-2,06%	5,81%

Ray Sigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	22,92%	22,92%	22,92%	22,92%	22,92%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	50,27%	50,27%	50,27%	50,27%	50,27%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	15,37%	15,37%	15,37%	15,37%	15,37%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%	10,62%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,65%	16,65%	16,65%	16,65%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%

Ray Sigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	287	458	565	697	859	1.058
FİNANSAL VARLIKLAR	157.538	199.101	250.190	312.988	390.179	485.061
TİCARİ ALACAKLAR	88.668	108.990	133.969	164.673	202.414	248.806
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	25.042	40.019	49.382	60.890	75.036	92.423
DİĞER VARLIKLAR	5.318	8.498	10.487	12.930	15.934	19.627
AKTİF TOPLAMI	276.852	357.067	444.593	552.179	684.422	846.975
YÜKÜMLÜKLER	154.018	205.638	257.215	320.613	398.540	494.328
TİCARİ BORÇLAR	17.692	28.274	34.888	43.019	53.012	65.297
TEKNİK KARŞILIKLAR	121.152	153.116	192.405	240.700	300.062	373.030
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER	15.173	24.249	29.922	36.895	45.466	56.001
ÖZSERMAYE	122.834	151.428	187.378	231.566	285.882	352.647
PASİF TOPLAMI	276.852	357.067	444.593	552.179	684.422	846.975

Ray Sigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	156.162	191.952	235.946	290.022	356.491	438.195
YATIRIMLARIN GELİRİ	7.303	45.180	56.773	71.023	88.539	110.070
DİĞER GELİRLER	-542	23.236	28.562	35.108	43.154	53.044
GELİR TOPLAMI	162.923	260.368	321.280	396.152	488.184	601.309
ÖDENEN TAZMİNATLAR	119.990	114.386	140.602	172.827	212.437	261.125
DİĞER GİDERLER	59.154	95.976	117.973	145.011	178.246	219.097
GİDER TOPLAMI	179.144	210.362	258.575	317.837	390.682	480.222
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	-16.221	50.006	62.705	78.315	97.502	121.087
VERGİ	0	10.001	12.541	15.663	19.500	24.217
DÖNEM NET KARI	-16.221	40.005	50.164	62.652	78.002	96.869

EK 5: YAPI KREDİ SİGORTA EKLER**Yapı Kredi Sigorta 2002-2006 Tarihi Bilançolar**

(1000) YTL	2002	2003	2004	2.005	2.006
KASA	259	249	235	262	10
FİNANSAL VARLIKLAR	114.631	146.257	176.723	274.992	319.919
TİCARİ ALACAKLAR	67.536	78.549	111.956	141.824	190.734
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	32.186	41.453	42.726	30.934	31.071
DİĞER VARLIKLAR	100	187	1.242	21.748	27.422
AKTİF TOPLAMI	214.712	266.695	332.882	469.759	569.155
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	122.850	164.420	222.160	280.926	366.044
Finansal Borçlar				1	166
TİCARİ BORÇLAR	14.592	15.267	20.678	56.105	82.719
TEKNİK KARŞILIKLAR	84.841	138.110	169.408	204.230	259.454
DİĞER YÜKÜMLÜKLER	23.417	11.043	32.074	20.590	23.704
ÖZSERMAYE	91.862	102.275	110.722	188.833	203.112
ÖDENMİŞ SERMAYE	60.000	80.000	80.000	239.501	198.495
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	16.147	21.976	23.202	44.181	-2.174
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	-94.384	-12.674
DÖNEM NET KAR ZARARI	15.715	299	7.520	-465	19.464
PASİF TOPLAMI	214.712	266.695	332.882	469.760	569.155

Yapı Kredi Sigorta 2002-2006 Tarihi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	165.230	226.185	288.709	346.205	376.736
YATIRIMLARIN GELİRİ	44.540	46.985	38.547	15.483	21.677
DİĞER GELİRLER	17.007	19.069	25.072	-6.546	10.450
GELİR TOPLAMI	226.777	292.239	352.328	355.142	408.863
ÖDENEN TAZMİNATLAR	107.277	148.216	203.351	237.843	271.355
DİĞER GİDERLER	101.015	143.724	140.890	117.765	117.611
GİDER TOPLAMI	208.292	291.940	344.241	355.607	388.966
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	18.485	299	8.087	-465	19.897
Vergi	2.770	0	567	0	433
NET KAR	15.715	299	7.520	-465	19.464

Yapı Kredi Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bilançolar

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
Endeks (ÜFE 1981=100)	1.314.697	1.497.997	1.705.323	1.750.685	1.953.414
Düzeltilme katsayısı	1,49	1,30	1,15	1,12	1,00
KASA	385	325	269	292	10
FİNANSAL VARLIKLAR	170.322	190.722	202.433	306.836	319.919
TİCARİ ALACAKLAR	100.347	102.429	128.243	158.247	190.734
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	47.823	54.055	48.942	34.516	31.071
DİĞER VARLIKLAR	149	244	1.423	24.266	27.422
AKTİF TOPLAMI	319.025	347.775	381.310	524.157	569.155
Sağlama	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜKLER	182.534	214.407	254.480	313.458	366.044
Finansal Borçlar	0	0	0	1	166
TİCARİ BORÇLAR	21.681	19.908	23.686	62.602	82.719
TEKNİK KARŞILIKLAR	126.059	180.098	194.054	227.879	259.454
DİĞER YÜKÜMLÜKLER	34.794	14.400	36.740	22.975	23.704
ÖZSERMAYE	136.491	133.368	126.830	210.700	203.112
ÖDENMİŞ SERMAYE	89.150	104.321	91.638	267.235	198.495
SERMAYE VE KAR YEDEKLERİ	23.992	28.657	26.577	49.297	-2.174
GEÇMİŞ YILLAR KAR ZARARI	0	0	0	-105.313	-12.674
DÖNEM NET KAR ZARARI	23.350	390	8.614	-519	19.464
PASİF TOPLAMI	319.025	347.775	381.310	524.158	569.155

Yapı Kredi Sigorta 2002-2006 Enflasyona Göre Düzeltilmiş Gelir Tabloları

(1000) YTL	2002	2003	2004	2005	2006
NET PRİM GELİRİ	245.503	294.949	330.710	386.296	376.736
YATIRIMLARIN GELİRİ	66.179	61.269	44.155	17.276	21.677
DİĞER GELİRLER	25.269	24.866	28.719	-7.304	10.450
GELİR TOPLAMI	336.952	381.085	403.585	396.268	408.863
ÖDENEN TAZMİNATLAR	159.395	193.276	232.935	265.385	271.355
DİĞER GİDERLER	150.091	187.419	161.387	131.402	117.611
GİDER TOPLAMI	309.486	380.695	394.321	396.786	388.966
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	27.466	390	9.263	-519	19.897
Vergi	4.116	0	649	0	433
NET KAR	23.350	390	8.614	-519	19.464

Yapı Kredi Sigorta 2002-2006 Seçilmiş Rasyoları

	2002	2003	2004	2005	2006	ORT.	ST.SAP.
NET PRİMLERDE BÜYÜME		20,14%	12,12%	16,81%	-2,47%	11,65%	9,97%
YATIRIM GETİRİ ORANI	38,86%	32,12%	21,81%	5,63%	6,78%	21,04%	14,85%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	10,29%	8,43%	8,68%	-1,89%	2,77%	5,66%	5,09%
NET HASAR/NET PRİM	64,93%	65,53%	70,43%	68,70%	72,03%	68,32%	3,07%
DİĞER GİDER/NET PRİM	61,14%	63,54%	48,80%	34,02%	31,22%	47,74%	14,93%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,11%	0,09%	0,07%	0,07%	0,00%	0,07%	0,04%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	74,01%	94,43%	95,86%	74,27%	81,10%	83,93%	10,63%
TEKNİK KARŞILIKLAR/PASİF	39,51%	51,79%	50,89%	43,48%	45,59%	46,25%	5,14%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	40,87%	34,73%	38,78%	40,97%	50,63%	41,19%	5,85%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	14,19%	14,18%	12,13%	8,71%	7,60%	11,36%	3,07%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	0,04%	0,06%	0,35%	6,12%	6,71%	2,66%	3,44%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	6,43%	5,22%	5,87%	15,80%	20,23%	10,71%	6,86%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	0,00%	18,32%	4,22%	8,76%	8,38%	7,94%	6,81%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	10,33%	3,78%	9,10%	5,80%	5,80%	6,96%	2,68%
AKTİF BÜYÜME HIZI		9,01%	9,64%	37,46%	8,58%	16,18%	14,20%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	17,11%	0,29%	6,79%	-0,25%	9,58%	6,71%	7,18%
AKTİF KARLILIĞI	7,32%	0,11%	2,26%	-0,10%	3,42%	2,60%	3,02%

Yapı Kredi Sigorta Tahmin Dönemi Rasyoları

	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİMLERDE BÜYÜME	11,65%	11,65%	11,65%	11,65%	11,65%
YATIRIM GETİRİ ORANI	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%	22,69%
DİĞER GELİR/YATIRIM GELİRİ	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%	12,11%
NET HASAR/NET PRİM	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%	59,59%
DİĞER GİDER/NET PRİM	31,22%	31,22%	31,22%	31,22%	31,22%
NAKİT/TOPLAM GELİR	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
TEKNİK KARŞILIKLAR/YATIRIMLAR	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%	76,90%
TİCARİ ALACAKLAR/NET PRİMLER	41,19%	41,19%	41,19%	41,19%	41,19%
MADDİ DURAN VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	11,36%	11,36%	11,36%	11,36%	11,36%
DİĞER VARLIKLAR/TOPLAM GELİR	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%
TİCARİ BORÇLAR/TOPLAM GELİR	10,71%	10,71%	10,71%	10,71%	10,71%
KARŞILIKLARDAKİ ARTIŞ/NET PRİM	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%	16,25%
DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER/TOPLAM GELİR	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%

Yapı Kredi Sigorta Tahmin Dönemi Bilançoları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
KASA	719	1.000	1.136	1.288	1.458	1.648
FİNANSAL VARLIKLAR	337.376	426.275	525.531	636.350	760.079	898.221
TİCARİ ALACAKLAR	213.909	238.829	266.651	297.715	332.398	371.121
NET MADDİ DURAN VARLIKLAR	46.458	64.571	73.372	83.199	94.170	106.419
DİĞER VARLIKLAR	13.345	18.548	21.077	23.899	27.051	30.569
AKTİF TOPLAMI	611.807	749.223	887.767	1.042.451	1.215.155	1.407.978
YÜKÜMLÜKLER	341.931	442.455	534.411	637.079	751.708	879.691
TİCARİ BORÇLAR	44.399	61.709	70.120	79.511	89.996	101.702
TEKNİK KARŞILIKLAR	259.454	327.821	404.153	489.376	584.528	690.765
DİĞER YÜKÜMLÜKLER	38.078	52.924	60.138	68.192	77.184	87.224
ÖZSERMAYE	269.876	306.768	353.356	405.372	463.446	528.286
PASİF TOPLAMI	611.807	749.223	887.767	1.042.451	1.215.155	1.407.978

Yapı Kredi Sigorta Tahmin Dönemi Gelir Tabloları

(1000) YTL	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NET PRİM GELİRİ	376.736	420.624	469.625	524.334	585.417	653.615
YATIRIMLARIN GELİRİ	21.677	96.730	119.253	144.400	172.476	203.823
DİĞER GELİRLER	10.450	50.917	56.849	63.472	70.866	79.122
GELİR TOPLAMI	408.863	568.271	645.727	732.206	828.759	936.560
ÖDENEN TAZMİNATLAR	271.355	250.654	279.854	312.456	348.856	389.496
DİĞER GİDERLER	117.611	131.312	146.609	163.688	182.757	204.048
GİDER TOPLAMI	388.966	381.966	426.463	476.144	531.613	593.544
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	19.897	186.306	219.264	256.062	297.146	343.017
VERGİ	433	37.261	43.853	51.212	59.429	68.603
DÖNEM NET KARI	19.464	149.044	175.411	204.849	237.717	274.413