

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE OTOMOTİV FİRMALARININ FİRMA
DEĞERİNİ ETKİLEYEN FİNANSAL RİSKLER ÜZERİNE BİR
ANALİZ: 2010-2014 DÖNEMİ**

Yüksek Lisans Tezi

SEDEF YAMAN

İstanbul, 2020

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

**TÜRKİYE’DE OTOMOTİV FİRMALARININ FİRMA
DEĞERİNİ ETKİLEYEN FİNANSAL RİSKLER ÜZERİNE BİR
ANALİZ: 2010-2014 DÖNEMİ**

Yüksek Lisans Tezi

SEDEF YAMAN

Danışman: DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET ALTAN MASUN

İstanbul, 2020

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı : Sedef Yaman
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : Muhasebe- Finansman
Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Altan Masun
Tez Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans- Eylül 2020
Anahtar Kelimeler : Firma Değeri, Finansal Risk

ÖZET

TÜRKİYE'DE OTOMOTİV FİRMALARININ FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FİNANSAL RİSKLER ÜZERİNE BİR ANALİZ: 2010-2014 DÖNEMİ

Firmalar varlıkları devam ettirirken, bu devamlılığı başarılı, karlı, sürekli ve içinde bulundukları sektörlerde varlıklarını devam ettirmek istemektedir. Firmaların bu istekleri günümüzde firmaların değerlerinin maksimum olmasıdır. Firmanın bu maksimizasyonu bir başarı göstergesidir. Firmalar günümüz dünyasında, karı maksimize, maliyeti minimize etmek yerine, firma değerlerini arttırmak ve firma değerlerini maksimum noktaya getirme hedefini gözetmektedirler.

Bu çalışmada, değer ve değerleme tanımları, değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile finansal riskler belirlenerek incelenmiştir. Çalışmanın araştırma kısmında da, defter değeri ve net aktif değeri yöntemine göre bulunan firma değerleri, enflasyon, kur ve faiz oranı olarak belirlenen finansal risklerden direk olarak etkilenip etkilenmediği sonucuna varılması amaçlanmıştır.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname :Sedef Yaman
Field :Business
Programme :Accounting- Financing
Supervisor :Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Altan Masun
Degree Awarded and Date :Master- September 2020
Keywords :Firm Value, Financial Risk

ABSTRACT

FINANCIAL RISKS AFFECTING AN ANALYSIS ON FIRM VALUE OF AUTOMOTIVE COMPANIES IN TURKEY: 2010-2014 PERIOD

While companies maintain their assets, this continuity is successful, profitable, and want to continue their existence in these sectors they are in. These demands of firms are their maximum value of firms today. This maximization of the company is an indication of success. In today's world, firms pursue the goal of increasing firm values and maximizing firm values instead of maximizing profit and minimizing costs.

In this study, value and valuation definitions, valuation approaches and methods, and financial risks were determined and examined. In the research part of the study, it is aimed to conclude whether the firm values found according to the book value and net asset value method are directly affected by the financial risks determined as inflation, exchange rate and interest rate.

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hayata geçirilmesi ve araştırmanın her aşamasında bilgi ve tecrübeleriyle beni destekleyen danışman hocam sayın Doktora Öğretim Üyesi Mehmet Altan Masun'a, araştırmanın ilerleyebilmesi için üzerimde çok emeği olan ve bana akademik hayatta başarılı olmak ve var olmak konusunda tecrübeleriyle yol gösteren, asistanlığını yaptığım hocam sayın Prof. Dr. E. Şule Aydeniz'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Bana ve oğluma verdikleri emeklerle her daim yanımda olan anneme ve babama ve her koşulda yanımda olan eşime de sonsuz teşekkür ederim. Oğlum Aren Ali'ye de bana bu süreci tamamlamam da kocaman gözleri ve kalbiyle destek olduğu için ona da sonsuz teşekkür ederim.

Eylül,2020

Sedef Yaman

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
KISALTMALAR	vii
1. GİRİŞ	1
2. DEĞERLEMENİN ANA HUSUSLARI	3
2.2. Başlıca Değer Kavramları	4
2.2.1 Nominal Değer	4
2.2.2 Defter Değeri	4
2.2.3 Piyasa Değeri	4
2.2.4 Gerçek Değer	4
2.2.5 Artık Değer	4
2.2.6 Ekspertiz Değeri	5
2.2.7 Tasfiye Değeri	5
2.2.8 İşleyen Teşebbüs Değeri	5
2.2.9 Hurda Değer	5
2.2.10 İhraç Değeri	5
2.2.11 Aktif Değeri	6
2.2.12 Şerefiye Değeri	6
2.2. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler	6
2.3. Firma Değerine Etki Eden Unsurlar	7
2.4. Firma Değerlemesi Yapacak Kurum ve Kuruluşlar	8
3. FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ	9
3.1 Geleneksel Yaklaşımlar	10
3.1.1 Aktif Bazlı Yaklaşım Kapsamındaki Yöntemler	10
3.1.1.2 Tasfiye Değeri Yöntemi	11

3.1.1.3 Net Aktif Değeri Yöntemi.....	12
3.1.2 Gelir Bazlı Yaklaşım Kapsamındaki Yöntemler	14
3.1.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	15
3.1.2.1.1 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları	18
3.1.2.1.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	18
3.1.2.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi	19
3.1.2.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi Arasındaki Farklar.....	21
3.1.3 Piyasa Değeri Yaklaşımı Kapsamındaki Yöntemler.....	21
3.1.3.1 Fiyat / Kazanç Oranı	23
3.1.3.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	26
3.1.3.2.1 Tobin'in Q Oranı	29
3.1.3.3 Satış Oranları.....	30
3.1.3.4 Sektörel Oranlar	32
3.2 Alternatif Değerleme Yaklaşımı.....	34
3.2.1 Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA).....	34
3.2.1.1 Ekonomik Katma Değer Hesaplanması	36
3.2.1.1.1 Yatırılan Sermaye	38
3.2.1.1.2 Yatırılan Sermaye Getirisi	38
3.2.1.1.3 Sermaye Maliyeti.....	39
3.2.1.2 Ekonomik Katma Değerin Uygulanma Süreci.....	39
3.2.1.3 Ekonomik Katma Değer ile Firma Değerlemesi Arasındaki İlişki	42
3.2.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Yöntemi (CFROI)	42
4. FİNANSAL RİSK KAVRAMI VE FİRMA DEĞERİYLE İLİŞKİSİ.....	45
4.1 Finansal Risk Kavramı	45
4.2 Finansal Risk Türleri	45
4.2.1 Döviz Kuru Riski	46
4.2.2 Enflasyon Riski	47
4.2.3 Faiz Oranı Riski	47
4.2.4 Likidite Riski	48
4.2.5 Kredi Riski	49
4.2.6 Fiyat Riski	49

4.2.7 Pazar Riski	50
4.2.8 Piyasa Riski.....	50
4.2.9 Sermaye Riski	51
4.2.10 Operasyonel Risk.....	51
4.2.11 Politik Risk.....	52
4.3 Finansal Risk ve Firma Değeri İlişkisi	52
4.4 Finansal Risk Yönetimi	53
5.TÜRKİYE’DE OTOMOTİV FİRMALARININ FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FİNANSAL RİSKLER ÜZERİNE BİR ANALİZ: 2010-2014 DÖNEMİ	55
5.1 Araştırmanın Amacı ve Yöntemler.....	55
5.2 Değerlemesi Yapılacak Firmalar Hakkında Genel Bilgiler.....	55
5.2.1 Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.....	55
5.2.2 Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	56
5.2.3 Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	56
5.2.5 Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	57
5.3.Firmaların Finansal Oranları	58
5.4 Sektör Analizi	60
5.4.1 Otomotiv Sektörünün Tanımı	60
5.4.2 Global Otomotiv Sektörü.....	60
5.4.3 Türkiye ‘de Otomotiv Sektörü.....	63
5.4.3.1 Sektörün Pazar Yapısı	64
5.4.3.2 Üretim ve Kapasite.....	65
5.4.3.3 Sektörün Dış Ticaret Haddi.....	66
5.5 Aktif Bazlı Yaklaşım Yöntemlerine Göre Değerleme Sonuçları	67
5.5.1 Defter Değeri Yöntemine Göre Firmaların Değer Tespiti	68
5.5.2.Net Aktif Değeri Yöntemine Göre Firmaların Değer Tespiti	72
5.6.Finansal Risk Değerlerinin Analizi	81
5.7 Değerleme Sonuçları ile Finansal Risklerin Grafikler Üzerinde Gösterilmesi	83
5.8.Değerleme ve Analiz Sonuçları.....	90
6.SONUÇ	93
KAYNAKÇA	95
EKLER	102

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1.Fiyat Kazanç Oranının Çeşitli Tanımları	24
Tablo 2.EVA Uygulama Süreci.....	41
Tablo 3.Oran Analizleri Açıklamaları.....	59



ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1.Firma Değerinin Hesaplanması.....	16
Şekil 2.Ford Otomotiv A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri	84
Şekil 3.Tofaş Türk Otomobil A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri	85
Şekil 4.Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri ..	85
Şekil 5.Karsan Otomotiv ve Sanayii A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri.....	86
Şekil 6.Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri	87
Şekil 7.2010-2014 Yılları Enflasyon Oranları.....	87
Şekil 8.2010-2014 Yılları Euro Oranları.....	88
Şekil 9.2010-2014 Yılları Dolar Oranları.....	88
Şekil 10.2010-2014 Yılları Ticari Kredi Faiz Oranları	89

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	Araştırma – Geliştirme
ASUZU	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BIST	Borsa İstanbul
CFROI	Yatırımın Nakit Akım Karlılığı
DD	Defter Değeri
EPS	Earnings Per Share
EVA	Economic Value Added
F/K	Fiyat / Kazanç
F/S	Fiyat/Satış
FCFF	Free Cash FlowToTheFirm
FD	Firma Değeri
FVÖK	Faiz Vergi Öncesi Kar
IRR	İç Verim Oranı
İNA	İndirgenmiş nakit akımları
MVA	Market Value Added
NA	Nakit Akımı
NYSE	New York Menkul Kıymetler Borsası
PD	Piyasa Değeri
TTK	Türk Ticaret Kanunu
WACC	Weighted Average Cost Of Capital

1.GİRİŞ

Uzun yıllardır finans biliminde önem arz eden ve uygulamada, içinde fazlaca yöntem barındıran bir konuda varlık değerlemesi konusudur. Her varlık gerek reel gerekse finansal bir değere sahiptir. Özellikle yatırım yapılırken, firma değerlerinin veya gerçek değerlerinin bilinmesi ve bunları finanse eden kaynakların bilinmesi oldukça önemlidir.

Değerlemeye ihtiyaç duyulan alanlar yalnızca firma birleşmeleri veya firma satın almaları değil, daha geniş bir çemberde çeşitli ekonomik ve ticari kararlar alınması gereken durumlarda da önemlidir. Değerleme verileri, belirli kararlar alınması gereken durumlarda firmanın kredi kurumlarına, yatırım yapmaya istekli olan taraflara veya hissedara önemli bir referans oluşturmaktadır.

Bu çalışmanın amacı öncelikle otomotiv sektöründe faaliyet gösteren 5 firmanın, değerlendirme yaklaşımlarından biri olan, varlığa dayalı yaklaşım yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri metotları kullanılarak, ilgili yıllardaki firma değerlerinin hesaplanmasına karşılık finansal riskler olarak seçilen enflasyon, kur ve faiz risklerinin aynı yıllardaki artış veya azalışlarının firma değerlerine etkisinin direkt olup olmadığının saptanmasıdır.

Çalışmanın ilk bölümünde değer ve değerlemenin ana hususlarından bahsedilmiştir. Bu noktada başlıca değer kavramları açıklanarak, değerlemeyi gerektiren hususlar ve firma değerine etki eden unsurlar ile firma değerlemesi yapacak kurumlara ve kuruluşlara değinilmiştir.

İkinci bölümde ise, öncelikle geleneksel yaklaşımlar alt yöntemleriyle açıklanmıştır. Varlığa dayalı yaklaşım, gelir bazlı yaklaşım ve piyasa değeri yaklaşım yöntemleri örneklendirilerek avantaj ve dezavantajlarına değinilmiştir. Alternatif veya modern diye de adlandırılan değerlendirme yöntemlerinden ise Ekonomik Katma Değer Yöntemi öncelikle detaylandırılmıştır. EVA'nın akabinde Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Yöntemi açıklanmıştır.

Üçüncü bölüm de, finansal risk kavramı açıklanarak, finansal risk çeşitleri detaylandırılmıştır. Finansal risk ve firma değeri arasındaki ilişki açıklanarak, finansal risk yönetimi ile bu risklerden korunmanın yollarına değinilmiştir.

Son bölümde, firma değ erleme yaklaşımlardan biri tercih edilerek, ilgili firmalara aktif bazlı değ erleme yöntemleri uygulanarak firma değ erleri bulunmuştur. Çalışmaya konu olan yıllar itibariyle, finansal riskler seçilerek, firma değ erlerine olan etkileri üzerine yorumlamalar yapılmıştır.



2. DEĞERLEMENİN ANA HUSUSLARI

2.1 Kavramsal Yönüyle Değer ve Değerleme

Finans biliminde tarihsel olarak önem atfedilen ve uygulaması zor olan bir konu da varlık değerlemesidir. Bütün varlıkların tek tek hem finansal hem reel olarak bir değeri bulunmaktadır. Bu noktada, bu varlıklara dönük yapılacak yatırımlarda reel değerlerinin ne olduğunu bilmekle birlikte, varlıkların kaynaklarını da bilmek gerekmektedir. Her varlığın değerlemesi diğerinden farklı olabilmektedir(Öztürk, 2009, s. 15).

Fiyat, pazar, maliyet ve değer kavramları, değerleme konusunda önemli noktalar. Söz konusu bir hizmet veya mal için, talep edilen, önerilen ya da ödenen miktarı fiyat olarak adlandırabiliriz. Bir başka deyişle fiyat, alıcı ve satıcı aracılığıyla belirli şartlar altında bir mal veya hizmet için belirlenen değer nispi anlatımıdır. Maliyet ise, bir mal veya hizmetin ortaya çıkması, imal edilmesi için talep edilen tutardır. Pazar kavramı ise, sistematik bir fiyatla alıcı ve satıcıların mallarının veya hizmetlerinin ticaretlerini yaptıkları yerdir. Ekonomik bir mefhum olan değer ise, muayyen bir vakitte mal veya hizmetler karşılığında sonuçlanması gereken mümkün bir fiyat öngörüsüdür (Council, 2010, s. 9,10,11). Her bir varlığın tabiatı ve kendine has sahip olduğu özellikler noktasında sahibi bakımından bir değeri olmaktadır. Burada bahse konu olan özellikler sonucu sahibine yarar sağlama noktasında değer oluşmaktadır (Chambers, 2005, s. 5).

Değerleme kavramı ise; bir varlığın değeri için mali bir söylem olmakla birlikte, arkasında o varlığın değerini öngörmeyi ve bu değeri tayin etme sürecini kapsar. Değerleme her zaman nesnel neticelere vermeyebilir. Değerlemeyi yapacak olan kişilerin değerleme süreci içinde yanlış tutum ve hareketleri nesnelliğin önüne geçebilmektedir (Damodaran, 1994, s. 8).

Değerleme yapılırken dikkat edilmesi gereken bir hususta, bu değerlemenin geleceğe dönük olmasıdır. Geçmiş veriler birer tahmin aracı olarak, gelecekle ilgili tahminler yapılırken, bu tahminleri daha reel veya sahici verilerle temellendirmede yardımcı olmaktadır. Değerlemenin doğruluğu da bu tahminlerin sağlamlığıyla doğru orantılı artmaktadır (Öztürk, 2009, s. 15).

2.2.Başlıca Değer Kavramları

Değerleme kapsamında varlığın değeriyle ilgili önem arz eden başlıca değer kavramları aşağıda detaylandırılmıştır.

2.2.1 Nominal Değer

Belirli menkul değerın kağıt üstünde yazılı olan değerini ifade etmektedir. Bono, tahvil ve hisse senetlerini örnek verebiliriz (Öztürk, 2009, s. 21). Hisse senetleri için olması gereken minimum değeri TTK belirlemiştir(Korkmaz & Ceylan, 2015, s. 180).

2.2.2 Defter Değeri

Bir varlığın finansal durum tablosunda bulunan kayıtlı değeri, varlığın defter değerini ortaya koymaktadır. Yatırımcıyı, hisse başına düşen net varlık tutarı konusunda bilgilendirebilir. Fakat, defter değeri hesaplanırken, bilançoda var olan tarihi kıymetlerle hesaplanıyorsa, bu noktada cari değerleri aktarmamaktadır(Ercan & Öztürk, 2006, s. 5).

2.2.3 Piyasa Değeri

Piyasa değeri, piyasa şartlarında bir varlığın, sunulan ve karşılığında talebe oluşan değerini ifade etmektedir. Eğer varlık borsaya kote ise ve bu piyasalarda işlem hacmi varsa piyasa değeri bu noktada borsa değeri şeklinde adlandırılır (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 15).

2.2.4 Gerçek Değer

Bir varlığa dair piyasada bulunan malumatlar doğrultusunda, seçili bir değerlendirme konsepti aracılığıyla saptanan değerdir. Olması gereken değer olarak da bilinir(Öztürk, 2009, s. 22).

2.2.5 Artık Değer

Söz konusu bir varlık için, satın alma maliyetinden, birikmiş amortismanların çıkarılmasıyla ortaya çıkan değer artık değerdir(Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 15).

2.2.6 Ekspertiz Değeri

Ekspertiz değeri, varlıkların rayiç değerlerinin tespit edilmesiyle ortaya çıkan değerdir. Bu rayiç değer bir uzman tarafından tespit edilir. Farklı bir deyişle, ekspertiz değeri; sabit fiyatların piyasa fiyatları ile elde çıkarılması durumunda oluşan değerdir (Ferahyan, 2012).

2.2.7 Tasfiye Değeri

Bir varlığın bütün olarak veya parçalar şekliyle elden çıkarılmasıyla oluşan değerdir. Bu değeri hesaplamak genel olarak çok kolay olmamaktadır. Bu durumun sebebi ise, genellikle varlığın parçalara sıkıntısız bir biçimde ayrılamaması, parçaların değerlemelerinin tek olarak yapılamaması olarak söylenebilir (Damodaran, 1996, s. 279).

2.2.8 İşleyen Teşebbüs Değeri

Çalışır durumda olan herhangi bir varlığın ederi işleyen teşebbüs değerini ifade etmektedir. Söz konusu değer, işletme değeri olarak da bilinmektedir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 14). Bu değer tüm varlıkların cari piyasa değerinden, toplam borçların çıkarılmasıyla elde edilir. Tasfiye değeri ile farkı ise; tasfiye değerinde elde edilecek değer, varlıkların zaruri satışından elde edilir. Burada maddi ve maddi olmayan varlıklara dair cari piyasa değeri esas kabul edilir (Öztürk, 2009, s. 23).

2.2.9 Hurda Değer

Bir varlık için hizmet süresi sonunda, tahmin edilen elden çıkarma giderlerinin düşülmesi akabinde, işletmenin söz konusu varlıktan elde etmeyi planladığı net tutar hurda değer olarak adlandırılır (Ataman B. , 2005).

2.2.10 İhraç Değeri

İhraç değeri, emisyon değeri olarak da bilinmektedir. Hisse senetlerinin nominal değeriyle ihraç fiyatı arasında oluşan farkı ifade etmektedir. Borsada işlem gören işletmeler, belirli koşullara tabi olarak nominal değerinin altında hisse senedi ihracı yapabilirler. Halka

açık olmayan işletmeler için ise bu durum tam tersidir. Bu işletmeler nominal değer in altında hisse senedi ihracı yapamazlar (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 13).

2.2.11 Aktif Değeri

Aktif değ er, bir firmanın aktiflerinin total değ erini anlatmaktadır. Aktif değ erin hisse senedi adedine oranlandığı durumda hisse senedi adedine düş en aktif değ er hesaplanmış olunur(Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 14).

2.2.12 Şerefiye Değ eri

Şerefiyenin meydana gelmesi durumu, bir firmanın bütününe dair değ erinin, firmanın net varlıklarının total değ erinden küçük olmaması haliyle söz konusu olmaktadır. Maddi olmayan varlıkların hususi bir çeş idi olması da ş erefiye olarak açıklanabilir. Ş erefiye değ erinin hesaplanması, bir firma için ödenen fiyat ve varlıklardan yükümlölüklerin düş ülmesiyle ortaya çıkan net makul değ er arasındaki fark olarak birleş me ve satın almalar açısından açıklanabilmektedir (Miller, 1995, s. 7,8).

2.2.Değ erlemeyi Gerektiren Nedenler

Değ er maksimizasyonunu amaçlayan firmalar için, değ erleme yöntemleri ve bu alandaki çalışmalar ihtiyaç duyulan araçlardır. İlgili firmalarla ilgilenen tüm kişiler için önemli olan değ erleme çalışmaları sonucunda kendilerine sağ lanacak faydaların tespit edilmesidir. Yapılan tüm değ erleme performansları, gerek firma yönetimi gerekse yatırım yönetimi ile yakinen bağı ntılıdır (Chambers, 2005, s. 8).

Firma değ erinin tespit edilmesi ve bunun ortaya konması ilgili kişileri dikkatini çekmesinin yanında, özelleştirmelerde görüldüğü üzere toplumun tamamında dikkatini çekebilmektedir. Bu noktada, firma değ erinin birleş me devralma, halka arz etme ve özelleştirmeden başka değ erlemeyi gerektiren sebepler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yazıcı, 1997, s. 9).

- Firmanın iflas ederek bütün varlıkların tasfiye edilmesi halinde,
- Ekonomik yapının revize edilmesi için firmaların varlıkların bir bölümünün değ erinin saptanarak satılması durumunda,

- İpotek yapılması icap edildiğinde,
- Ortakların birbirinden ayrılması ve/veya yeni ortak bulunması halinde,
- Yeni yatırımlar finanse edilirken duruma elverişli fon bulunamadığında veya varlıkları elden çıkarıp, satış durumunun daha makul olacağı hallerde,
- Ortaklık ilişkisinde kar dağıtım oranının değiştirilmesi gereken durumlarda,
- Ödenecek emlak, veraset vergilerinin tespit edilmesi veya boşanma, miras gibi hukuki süreçlerden kaynaklı firma varlıklarının değerinin tespit edilmesi gereken durumlarda firma değerlemesi yapılmaktadır.

2.3.Firma Değerine Etki Eden Unsurlar

Firma değerine etki eden unsurlara bakıldığında zaman ve değerlemeyi yapacak uzaman kişinin beraberinde değerlendirme yapılmasının amaçları ve firmaların sahip oldukları özelliklerin farklı olması gösterilebilir. Firma değerine etki eden unsurların başlıcaları şunlardır (Yazıcı, 1997, s. 4):

- Genel iktisadi durumu,
- Firmanın ilgili olduğu sektörün durumu ve bununla birlikte büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Firmanın sahip olduğu varlık ve sermaye yapısı ile nakdi vaziyeti,
- Firmanın geçmişte kazandığı karlardan bazla,geleceğe dönük kar meydana getirebilme kapasitesi,
- Firmanın kar dağıtım politikası ve potansiyeli,
- Geleceğe dönük planlanan yatırımlarla birlikte, bu yatırımlarla ilgili ekonomik ömür ve beklenen nakit akımları,
- Firmanın sahip olduğu teknolojik yapısı ve ARGE çalışmaları,
- Firmanın şerefıyesi ve diğer sahip olduğu hakları,
- Ürün ve hizmetlerin firma açısından pazarlanma kapasitesi ve gücü.

Yukarıda bahse konu olan unsurlar firmanın nakit akımlarıyla bunların meydana getirilme zamanına, sermaye maliyetine ve risk basamağına etki ederek firma değerini belirler (Öztürk, 2009, s. 29).

2.4.Firma Değerlemesi Yapacak Kurum ve Kuruluşlar

Değerlemeye etki eden faktörler ve değerlemenin amaçları kadar değerlemenin kim için yapıldığı da önemli bir konudur. Bu kişi ve kurumları, firma ortakları,firmaya kredi verenler, devlet ve firma değerlemesi yapacak olan uzmanlar olarak detaylandırabiliriz (Chambers, 2005, s. 16).

Ortaklar için, yatırımlarının kendilerine her daim olumlu dönüşler yapması isteği kaçınılmazdır. Bu noktada sadece mali tablolara bakmak yetmez. Zira mali tablolar geçmişe dönük bilgi verirken, firma değerlemesinin geleceğe dönük firma durumu hakkında bilgiler vermesi ortakların, firma değerini anlayabilmesi ve yatırımlarında doğru karar ve tercihler yapmasında önemlidir. Bankalar, firmalara kredi verenler içinde başta gelir. Firmalar gerek yatırımları gerek ihtiyaçları için bankalardan kredi başvurusu yaptıklarında, bankalar firmaların aktifleriyle, buna karşılık gelen riski tahmin ederek bu işletme için en doğru faiz oranını saptarlar. Firma değerinin tespiti, bankalar veya kredi veren kurumlar cephesinden kredinin geri ödenmeme riskini azaltmak ve muhtemel kredi kayıplarından kaçınmak açısından önemlidir (Chambers, 2005, s. 17).

Firmalarda anapara olarak konulması talep edilen isim hakkı, bina, arsa gibi değerler tespit edilirken tarafsız olan devlet bu noktada aracı olmaktadır. Bazı firma değeri durum tespitlerinin, üçüncü kişiler gözetimindedoğru sayılabilmesi için mahkeme kararına ihtiyaç duyulmaktadır. Mahkemeler bilirkişiler aracılığıyla bir değer tespitinde bulunur ve taraflar arasında bir anlaşmaya gidebilmektedir. Değerlemeyi yapacak kişinin bu konuda uzman olması gerekmektedir. Firma değerlemesinin alıcı ve satıcı açısından yarar sağlaması beklenirken, bu noktada doğru bir değerlendirme tespiti ve objektif bir değerlendirme olması gerekir. Bu faydaları ortaya çıkaracak kişinin uzman olması hali doğru bir değerlendirme raporu ve hata yapma payından uzaklaşmasını sağlayacaktır (Chambers, 2005, s. 17).

3. FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

Herhangi bir firma için değerleme yapılmasından önce üzerinde durulması gereken önemli bir hususta, bu firmanın içinde yer aldığı ekonominin ve sektörün durumunun analiz edilmesi noktasıdır. Bu analizler firma için yapıp, akabinde değerlemeye geçilmelidir. Genel ekonomik durum, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler dikkate alınarak ekonomi analizi yapılmalıdır. Ekonomik denge değişimlerinden firma faaliyetlerinin ne derece etkilendiği araştırılmalıdır. Unutulmamalıdır ki, içinde bulunulan ekonomik dalgalanmalar veya firmanın içinde yer aldığı ekonomik durumlar firmanın değerini doğrudan etkiler. Tüm bu sebepler bakımından, firma değerinin zamanla sınırlı olduğu ve yeni gelen bilgiler ışığında ekonominin durumuna göre tekrar tekrar gözlemlenerek, güncellenmesi gerekmektedir (Öztürk, 2009, s. 77).

Firmanın yer aldığı sektör ve bu sektörün ekonomik konjonktüre olan duyarlılığı ise sektör analizi noktasında değerleme yapılmadan önce dikkat edilmesi gereken diğer bir önemli husustur. Sektörlerin ekonomik duyarlılıkları ve genel ekonomik durumlar göz önüne alınarak, firma analizi yapılırken firmanın geçmiş dönemlerdeki kar/zararları, geçmiş senelere ait mali tabloları, temettü paylaşırma stratejisi, firmanın mali durumu, firmanın patent bezeri ayrıcalıklara sahip olup olmadığı, idari kadrosu ve yasal süreç ve durumları dikkate alınmalıdır (Yazıcı, 1997, s. 9).

Piyasaların etkin olup olmadığı, değerleme yaklaşımlarının ana öğelerinden biridir. Etkin olan piyasalarda, değer en uygun tahmini piyasa fiyatıdır. Değerleme yaklaşımlarının hedefi ise bu değeri teyit etmektir. Yatırım kararları verilirken, piyasalarda varlıkların noksan ya da fazla değerlendirilmiş olmaları hususunda iki dayanak vardır. Biri, piyasaların etkin olmaması yönü ve değerlemeye konu olan hesaplamalarda hatalar yapıldığı idrakidir. Diğer de bunların nasıl yapıldığı ve hataların düzeltilmesine ilişkin zamanlama konusuna ilişkin bir varsayımdır (Damodaran A. , 2012).

Muhasebe kayıtlarını temel alan yaklaşım aktif bazlı yaklaşımdır. Söz konusu bir varlığın değerini, karşılaştırılabilir varlıkların fiyatlandırılmasını göz önünde tutarak kazançlar, net akımları, defter değeri ya da satışlar benzeri müşterek değişkenler noktasında tahminde bulunan yaklaşım ise piyasa değeri yaklaşımıdır. Bir varlığın değerini, söz konusu

varlıktanmuhtemel gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri bakımından ilişki kuran yaklaşım ise gelir yaklaşımıdır (Chambers, 2005, s. 177,178).

3.1 Geleneksel Yaklaşımlar

Değerlemede genel manada üç yaklaşım söz konusudur. Bunlar aktif bazlı,piyasa değeri ve gelir yaklaşımı olarak sıralanır. Ayrıca her yaklaşım kendi içerisinde birçok yöntem barınmaktadır (Chambers, 2005, s. 177). Bu yaklaşımlar geleneksel yaklaşımlar çatısı altında yer almaktadır.

3.1.1 Aktif Bazlı Yaklaşım Kapsamındaki Yöntemler

Firma değeri tespit edilirken, aktif bazlı yaklaşıma göre firmanın aktiflerinin değeri temel alınır. Aktif bazlı yaklaşımda, firmanın değeri firmaya ait olan varlıklar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Aktif bazlı yaklaşıma, varlığa dayalı yaklaşımda diyebiliriz. Bu yaklaşım altındaki değerlendirme metotları firmaya ait varlıklarını ve yine firmaya ait borçlarını kapsar (Hitchner, 2006, s. 317).

Aşağıda açıklanacak olan defter değeri , tasfiye değeri ve net aktif değeri metotları aktif bazlı yaklaşım değeri yöntemleridir.

3.1.1.1 Defter Değeri Yöntemi

Bir firma için, bilançosundaki özsermaye değeri, firmanın defter değeri olmaktadır. Bu noktada şunu da demek uygundur ki, bu değer toplam değerleri bakımından borçlar ve varlıklar arasındaki farktan oluşan tutardır (Fernandez, 2002, s. 24).Belirli bir tarihte, tarihi değerle işlenen veya kayda geçilen varlıkların muhasebeleştirilmişsaptanan değeri defter değeridir. Söz konusu değer hesaplanırken finansal durum tablosu kalemleri kullanılmaktadır. Farklı metotlar uygulanmış varlıkların defter değerleri farklı çıkabilmektedir. Kur farklarının gider olarak alınıp gelir tablosuna aktarılabilir olduğu gibi, yine aktifleştirilip yatırımlara dadahıl edilebileceği bu noktada uygun bir örnektir. Defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanır(Chambers, 2005, s. 185).

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı}$$

Defter değerini aynı zamanda özsermaye değeri olarak adlandırılabilir. Çünkü defter değeri, muhasebe değeri ya da firma bilançosunda yer alan özsermaye değeriyle fazlasıyla ilişkilidir. Hisse senedinin defter değeri hesaplanırken, özsermaye toplamı hisse senedi sayısına bölünür. Çıkan değer, çoğunlukla kayıtlı olan değerden başkadır. Hisse senetleri için, defter değerine kıyasla piyasa değerinde daha fazla olması istenirken, daha düşük olması durumunda dağıtılmamış karların efektif kullanılmadığı durumu ortaya çıkar (Chambers, 2005, s. 185).

Bir firmanın defter değerinin düşmesi bazı olumsuz durumlara yol açar. Yatırımcılar açısından firmaya dönük bir güven azalması ve ilişki kurmak noktasındaki olumsuz düşünceler olarak örneklendirebiliriz. Çünkü bir firma için defter değerinin düşmesi, bu olumsuzluklar noktasında hisse senetlerinin piyasa değerini de düşürebilecektir (Ercan & Ban, 2005, s. 118).

Bir firmanın değeri için maddi kadar, maddi olmayan duran varlıkları da önemlidir. Değişen ve gelişen dünya artık, maddi olmayan duran varlıklar ile entelektüel varlıklara doğru yön değiştirmektedir. Patentler, şerefiye, haklar, isim hakkı, araştırma ve geliştirme giderleri, yazılım programları, müşterilerle olan ilişkiler, müşterinin sadakati, pazarlama hakları ve pazar payı maddi olmayan duran varlıklara örnek verilebilir (Öztürk, 2009, s. 81). Genel olarak sıraladığımız, işletmelere ait olan bu maddi olmayan varlıkları entelektüel sermaye olarak isimlendiririz. Entelektüel sermaye ayrıca teknoloji, bilgi, beceri, eğitim, müşteriyle olan insan sermayesini de kapsamaktadır (Çıkrıkçı & Daştan, 2002).

3.1.1.2 Tasfiye Değeri Yöntemi

Bir firmaya ait varlıkların belirlenen bir süre zarfında zaruri satışı ile elde edilen değerden, bütün borçlar için ödeme yapılması akabinde elde edilen tutarın ödenmiş sermayeye göre hisse senedi adedine bölünmesiyle ortaya çıkan değer tasfiye değeridir (Ataman & Kibar, 1999, s. 70).

Bir başka deyişle tasfiye değeri, bir firmanın tasfiye edilmesi halinde veya varlıkları satılarak borçlarının ödenmesi durumundan sonra elde kalan değerdir. Söz konusu değer, şirketin elden çıkarılma durumundaki değerdir (Fernandez, 2002, s. 25,26). Faaliyeti durdurulan bir firma için varlıkların satışı ardından öncelikle vergiler ve alınan borçlar ödenir. Akabinde imtiyazlı hisse senetleri ve adi pay senedi maliklerine sırasıyla gerekli tutarlar

ödenir. Likidasyon değeri, tasfiye değerinin diğer bir söylem tarzıdır. Tasfiye değeri için özellikle firmada bulunan duran varlıkların tasfiyesi durumunda çeşitli uzman kişi sonuçlarına göre farklı sonuçlar ortaya çıkabilir. Bu durumda tasfiye değeri hesaplamasında yaşanan zorluklara işaret eder. Bu zorlukları azaltmak bakımından firmaya ait varlıkların en hızlı, en seri şekilde satılması varsayımının gereksinimidir. Tasfiye değeri finansal durumu iyi olan firmalarda pek anlamlı değildir. Çünkü bu firmaların büyüme potansiyeli vardır (Öztürk, 2009, s. 83,84).

Tasfiye değeri ile net aktif değer aralarında çoğu kez benzerlik gösterebilir de temelde iki yöntem için farklılıklar mevcuttur. Tasfiye değerinde firma için artık faaliyetlerine devam etmeyeceği öngörülerek, elindeki tüm varlıkların teker teker elden çıkarılması söz konusudur. Buradaki varlıkların tek tek satışı sonucu, birlikte satışa göre ele geçen daha az tutar ile bir dezavantajda beraberinde getirir. Yapılacak alım ve satımlarda tasfiye değerinin düşük olması sebebiyle, tasfiye değeri mutlak alt fiyat sınırı şeklinde benimsenir. Net aktif değer tespiti ise iki fıkirden yola çıkılmaktadır. Biri firmanın yeniden kurulma ihtimalinde yatırım tutarının miktarı iken, diğeri ise hali hazırda kurulu olan şirketin faaliyetlerini sürdürmesi durumunda kullanım değerinin saptanması olarak söylenebilir (Münstermann, 1970, s. 101).

Tasfiye değeri ile net aktif değeri için bahsedilecek bir diğer fark ise, tasfiye değeri hesaplanırken, firmaya ait bütün varlıkların piyasadaki nakde çevrilme değeri ele alınırken, net aktif değeri için varlıkların firmaya dönük ifade ettikleri değer temel alınmaktadır (Chambers, 2005, s. 187).

3.1.1.3 Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri yöntemiyle sonuca ulaşılması istenildiği takdirde, firmaların piyasa değeri ile hesaplanmış olan varlıklarından mevcut olan borçlarının piyasa değerlerinin çıkarılması işlemleri yapılır (İvgen, 2003, s. 165). Değerlenen bir firmanın yeniden kurulması halinde meydana gelecek maliyeti, firmaya ait varlıklara dönük olan belirlenen bugünkü değerini ve varlıkların bir birelden çıkarılması halinde kazanılacak geliri tespit eden yöntem net aktif değeri yöntemidir. Söz konusu yöntemde, toplam özvarlıklar firmanın değerini meydana getirmektedir. (Sağmanlı, 2001, s. 31,32).

Bir başka deyişle, net aktif değeri varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere taşınmasıyla ortaya çıkan değerdir (İvgen, 2003, s. 165).İşletmenin değerini, cari değerlere taşınan varlıklar oluştururken, özvarlık değerini ise işletme değerinden borçların düşürülmesi ile ortaya çıkan değer ifade eder (Yazıcı, 1997, s. 49,50). Kısaca aşağıdaki gibi gösterilebilir (İvgen, 2003, s. 165).

Net Aktif Değer= Firmanın Aktiflerinin Piyasa Değeri – Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri

Net aktif değer yönteminin genel olarak kullanıldığı durumlar aşağıdaki gibidir (Yazıcı, 1997, s. 54).

- Firmanın faaliyetleri pasifize ediliyorsa,
- Firma faaliyetlerine başlayalı uzun bir süre geçmemişse,
- Firmanın finansal yapısı güçlü değilse,
- Firma üstüne düşenleri yapacak düzeyde nakit ortaya koyamıyorsa,
- Firma fazlaca değerli aktiflere sahipse,
- Firma know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara malik ise.

Net aktif değeri yöntemini tercih edenler,bu yöntem kapsamındaki detaylarda bazı noktalara değinirler. Bunlardan biri firmayı satın alanlar açısından bu tercihin doğru olmasıyla ilgili olarak, firmanın gelecekteki karlarını satın almadığı dolayısı ile geçmişteki kazançlarının gelecekte de elde edileceğinin bir garantisi olmadığı hususudur. Bu noktada varlıkların net aktif değerlerinin ehemmiyeti ve değerlendirme noktasında dikkate alınması gerektiği savunulmaktadır (Chambers, 2005, s. 189).

Aşağıda net aktif değer hesaplanması noktasında dikkat edilmesi gereken noktalar sıralanmıştır (Yazıcı, 1997, s. 51):

➤ Varlık ve kaynakların eksiksiz kayda alınıp alınmadığı, karşılıklarda bir problem olup olmadığı, kredilerin, kıdem karşılıklarının,sigorta primlerinin ve ipotekli malların varlığı saptanmalıdır. Değerleme konusunda uzman bir kişi olması bu noktada makinelerin, arsaların ve stokların doğru değer tespitinde büyük bir artı olacaktır.

- Firmada kiralama uygulamasının varlığına dikkat edilmeli ve kiralamanın bilançoda hiç gözükmeme ya da yalnız nazım hesaplarda görüldüğü durumu gözden kaçırılmamalıdır.
- Değer tespitinde, anapara ve faiz borçlarının varlığı hazineye sorulmalıdır.
- Tüketici depozitolarının varlığıyla ilgilenilmelidir..
- Geçmiş yıllar zararlarının mahsubunun yapılıp yapılmayacağı vergi miktarı hesaplanırken dikkate alınmalıdır.
- Maddi olmayan duran varlıklar firma için geleceğe dönük kazanç arttırma potansiyeli olan varlıklardır. Değeri hesaplanırken kısmen zorlanılsa da, firma başarısındaki artan rolü dikkate alınmalıdır.
- Bilançoda yer alan kalemler cari değerlerine yükseltilmelidir
- Teknik danışman en yüksek varlık değeriyle ilgilenecektir. Boş bir arsa veya arazi değerlemesi yapılırken yapılacak tüm masraflar dikkate alınmalıdır.

Kavrama noktasında kolay ve net bir yöntem olmasının yanında bu yöntem uygulanırken bazı zorluklarla da karşılaşılabilir. Bazı varlıklar için piyasa değerini belirlemek epey zordur. Firmaya ait olan makine ve teçhizatın diğer firmalarda olmaması halinde bu varlıkların piyasa fiyatını belirlemekte oldukça zordur. Bu durumlarda bu varlıkların piyasa fiyatları sübjektif olarak oranlanır. Şayet ikinci el piyasalarda bu varlıklar için bir istek yoksa duran varlıklar teknolojik açıdan ilerleyememişse, varlıkların son halleri ve bakımları kullanıma uygun olmayacak aşamada kötüyse, nakit yaratma potansiyelleri düşükse, bu varlıkların dolayısıyla piyasa değerleri de düşük çıkacaktır (Yazıcı, 1997, s. 54).

3.1.2 Gelir Bazlı Yaklaşım Kapsamındaki Yöntemler

Gelir yaklaşımı bazında firma değeri, firmanın gelecekte beklenti içerisinde olduğu gelirleri temel almaktadır. Bu noktada varlıklar gelir sağladıkları sürece değer atfederler. Firmalarının nakit akımı elde etme potansiyellerine bağlı olarak firmaların gelecekte kazanım sağlayacakları gelirler önem kazanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir firmanın değeri, gelecek yıllarda kazanım sağlanacak nakit akımlarının şimdiki değeri olarak ifade edilmektedir. Söz konusu nakit akımları için firmanın büyüme kapasitesi önem kazanmakla beraber aynı zamanda riskiyle de bağıntılı olmaktadır (Öztürk, 2009, s. 84).

Firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirler yani karlar gelir yaklaşımının yapı taşıdır. Gelir yaklaşımı çerçevesindeki değerlendirme yöntemlerinde değerlemesi yapılacak firma bir yatırım olarak kabul dilmektedir. Aynı zamanda bu yaklaşım temel alınarak uygulanan yöntemlerde ilgili firma değerlendirirken firmanın gelecekte sağlayacağı gelirler baz alınmaktadır. Kısaca bu yöntemlerin uygulanması noktasını, gelecek senelerdeki nakit akımlarının belirlenmiş bir indirim oranı ile şimdiki değerlerine indirgenmesinin ardından, iskonto edilmiş tutarların toplamıyla firmanın bugünkü değerine ulaşılması olarak ifade edilebilir (Sağmanlı, 2001, s. 31,41).

Gelir temelli yaklaşım firma değerlendirme de en çok kullanılan yaklaşımdır (Gruca & Rego, 2005, s. 115). Bu değerlendirme yaklaşımının ana metodu ise indirgenmiş nakit akımları metodudur (Yalçın, 2014, s. 73). Gelir yaklaşımını esas alan belli başlı iki metot bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları ve indirgenmiş kar payları metotları olarak gelir bazlı yaklaşımı detaylandırılabilir (Sağmanlı, 2001, s. 31,41).

Bu iki metot aşağıda işaret edilen varsayımlara dayanmaktadır (Sağmanlı, 2001, s. 31).

- Gelecek seneler için söz konusu gelir ve giderler arasındaki olumlu farkın bugünkü değeri, bir firmanın bugünkü değerini meydana getirmektedir.
- Bugün hali hazırda bulunan karlar gelecekte meydana gelecek karlara binaen daha değerlidir.
- Gelecekte meydana gelecek karları tahmin etmek muhtemeldir.

3.1.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

1930 senesinde IrvingFisher aracılığıyla yayınlanan Faiz Teorisi ile John Burr Williams tarafından 1938 senesinde yazılan Değer Teorisi kitapları bir ilke değinmiştir. İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemine resmi olarak modern ekonomi de ilk kez buralarda değinilmiştir (Yalçın, 2014, s. 74).

Firmalarda yöneticiler karlılığı çoğunlukla elde edilen başarının bir kıstası olarak değerlendirirler. Bir yatırım planlanırken ne derece de karlı olacağı düşünülerek gerçekleştirilir. Bir muhasebe terimi olarak anlam kazanan karlılık, gelir ve giderlerin alınıp-

ödenmesi durumunda ortaya çıkar. Fakat nakit akım analizi sadece karlılığı değil, yatırımla ilişkili tüm nakit hareketlerine önem atfeder. Nakit akımları hem bir yatırım üzerinde karar kılmada hem de firma değerlemesinde önemlidir (Pike & Neale, 1999, s. 131).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile sonuç alınan firma değerlemelerinde, firmanın bugünkü değerine ilişkin en önemli parametre, gelecekte firmanın ortaya konulacak nakit akımlarıdır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin gerek firma yöneticileri gerekse işin uzmanları tarafından sıklıkla ve öncelikli tercih edilmesine geleceğe dönük nakit akımlarını önemsemesini, risk faktörlerini dikkate alarak bugünkü değeri elde etmeye çalışması olarak örneklendirebilir (Ratner, Stein, & Weitnauer, 2009, s. 41).

Firma değerinin hesaplanması formülize edilerek aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Chambers, 2005, s. 209) :

Belirli bir tahmin dönemi süresince yaratılması beklenen senelik nakit akımlarının bugünkü değeri $\sum \frac{NA}{(1+i)^n}$
+
Tahmin dönemi akabinde sonsuza değin sürmesi beklenen senelik nakit akımlarının bugünkü değeri $\frac{1}{(1+i)^n} * x \frac{\text{Sonsuzakadarsürecek yıllık nakit akımları}}{i - g}$
=
FİRMA DEĞERİ

Şekil 1.Firma Değerinin Hesaplanması

Kaynak : Nurgül Chambers, Firma Değerlemesi, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005, s. 209

Yukarıda verilmiş bulunulan şekil içinde yer alan sembollerin anlamları aşağıdaki gibidir (Chambers, 2005, s. 210):

NA : Nakit akımı

n : Sene

i : İndirim oranı

g : Büyüme oranı

Cash akımları, vakti ve yine kendileriyle bağıntılı risk seviyeleri rastgele bir varlığın değerini ortaya çıkarttığı farklı üç değişkeni barındıran parametrenin işlevidir. İNA ile yapılan değerlemeler de bahsedilen fonksiyona konu olan değişkenler, herhangi bir varlığın meydana getirmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değerlerinden hareketle hesaplanıp, yan yana gelmelidir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 104,105).

İndirgenmiş nakit akımlarının avantaj ve dezavantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Chambers, 2005, s. 210,211) :

Avantajları :

- Bu önemli yöntem firmanın asıl değerini saptamak için gerekli bir metottur,
- Firmanın ilerideki başarımları açısından da firma değerini en doğru şekilde gösteren yöntemdir,
- Nakit yaratma kapasitesine hedeflenir,
- Yöntemin elastikiyeti, farklı senaryoların çözümlenmesine imkan tanımaktadır,
- Firmanın şerefîyesini de kapsar.

Dezavantajları :

- Uygulaması karmaşık bir yöntemdir,
- Dayandığı hipotezler subjektiftir,
- Geleceğe ilişkin meçhul haller değeri etkiler,
- Bu yöntemde, diğer yaklaşımlara nazaran daha fazla girdi ve bilgiye ihtiyaç vardır.

İndirgenmiş nakit akımları metodu, likit akımları pozitif yönlü, ati için nakit akımlarını güvenilir bir şekilde kestirebilen, iskonto oranı bulunurken risk değişkenlerine aktif rol oynatabilen firmalar ve değerlendirme sürecinde, süreç içerisinde gerçekleşen adımlar da

hataları düzeltmek için yeterli süreyi tanıyabilen, fiyatı değere aktaran lüzumlu öğeleri sağlayabilen yatırımcılar için daha başarılı sonuçlar verebilir (Damodaran, 1996, s. 10).

3.1.2.1.1 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları

Firmaya olan serbest nakit akımları, hissedarlar, kreditorlerle imtiyazlı hisse senedi sahiplerine yani firma üyelerinde tüm hak sahiplerine olan nakit akımlarının toplamını anlatır. Bir firmanın sahibi, hissedarlar özetleözsermaye sahiplerinin dışında o firmaya kredi temin edenkreditorlerdir (Masun, 2017, s. 216).

Aşağıda belirtilen şekilde firmaya serbest akımları hesaplanmaktadır (Ercan & Ban, 2005, s. 342):

FCFF = FVÖK(1-t) – Sermaye Harcamaları + Amortisman + İtfa ± Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Nakit Dışı)

Firmaya olan serbest nakit akımlarda, değerlendirme serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesiyle yapılır. Burada firma öncelikle bir bütün olarak değerlendirilir. Akabinde özsermaye değerini tespit etmek için, çıkan bu değerden bütün borçlar için kullanılan nakit çıkışlarının değeri düşülür (Konuralp, 2005, s. 203). Firmaya ait serbest nakit akımları modeli kendi içerisinde de standart firma değeri ve düzeltilmiş firma değeri olmak üzere iki başlık altında incelenir. Standart firma değeri ile düzeltilmiş firma değeri karşılaştırıldığında, kullandıkları iskonto oranlarının değişik olmasının yanında, standart firma değeri modelinde vergi yararı ile ilgilenilirken, düzeltilmiş firma değerinde vergi yararı dikkat dışında kalmaktadır (Chambers, 2005, s. 221).

3.1.2.1.2 Özsermayeye Serbest Nakit Akımları

Özsermayeye serbest nakit akımları yönteminde firma değeri saptanırken, dönemsel olarak bulunanözsermayeye serbest nakit akımları firmanın maliyeti ile indirgenerek firmanın özsermayesindebulunması icap eden yekün değere ulaşılır (Masun, 2017, s. 215,216).

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemiyle firmanın özsermayesinin olması beklenen toplam değerine ulaşılır (Ercan & Ban, 2005, s. 337).Halka açık firmalarda ulaşılan bu değer total hisse senedi adedine üleştirilerek hisse senedinin beklenen fiyatına erişilir.

Ortaya çıkan bu fiyat firmanın hisse senetlerinin borsadaki fiyatıyla mukayese edilir. Firma eğer halka açık değil ise yöntemle göre hesaplanan değer firmanın özsermayesinin total değerini belirttiği için firma maliklerinin firma değeri ile ilgili detaylardan haberdar olmasına ve tasfiye etme halindedir bir fiyat meydana getirilecektir (Masun, 2017, s. 216).

Özsermaye serbest nakit akımları şu şekilde hesaplanır (Öztürk, 2009, s. 93):

Özsermayeye Serbest Nakit Akımları = Net Kar - Sermaye Harcamaları + Amortisman + İtfa Payı ± Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Nakit Dışı) + Net Borç İhracatları

3.1.2.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

Kamuya açık bir firmadan bir hisse senedi yatırımcısının kazandığı nakit akımları, kar paylarını oluşturmaktadır (Damodaran A. , 2011, s. 20). İndirgenmiş temettü payları metodunda bir firmanın ebediyen meydana getirmesi beklenen temettü payı ödemeleri özsermaye maliyeti aracılığıyla bugünkü değerine indirgenir. Bu noktada firmaya ait özsermaye değeri bulunmuş olunur. Kısaca özetlemek gerekirse, özsermaye değeri gelecekteki kar paylarının, bugünkü değerleri toplamına eşittir (Chambers, 2005, s. 213).

Nakit akımı yatırımcılar tarafından iki şekilde elde edilmektedir. Bunlar yatırımcıların yatırım yaptıkları hisse senetlerinden kar ödemesi alması ve satılan hisse senedinden kazanılan nakit akımı olarak ifade edilir (Fernandez, 2002, s. 112).

Firma değerlemesinde hisse senetleri yatırımcılar açısından ikiye ayrılır. Bunlar büyüme sağlayan ve gelir sağlayan hisse senetleridir. Eğer firma yatırım yapmadan, kar paylarını dağıtıyorsa bu noktada büyüme olmayacağı farz edilir (Brealey, Myers, & Allen, 2001, s. 134).

İndirgenmiş kar payları yönteminde gelir sağlayan hisse senedi aşağıdaki gibi hesaplanır (Öztürk, 2009, s. 87).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + r)} + \frac{P_1}{(1 + r)}$$

P₀: Hissenin Bugünkü Değeri

D_1 : Gelecekte Beklenen Temettü Ödemesi

P_1 : Hissenin Nihai Yılda Fiyatı

r : İskonto Oranı

Firmanın kazancının bir bölümünü kar payı olarak dağıtıp, bir bölümünü de yeni yapacağı yatırımlar için ayırması hali büyüme sağlayan hisse senetlerinde ortaya çıkmaktadır. Bu durumda ilgili firmanın ilerleyen yıllarda kar payı ödemelerinde büyüme meydana gelecektir. Büyüme durumu olan hisse senedi aşağıdaki gibi hesaplanır (Brealey, Myers, & Allen, 2001, s. 135).

$$P_0 = D_1 / (r - g)$$

P_0 : Hissenin Bugünkü Değeri

D_1 : Gelecekte Beklenen Temettü Ödemesi

r : İskonto Oranı

g : Büyüme Oranı = Özkaynak Getirisi X Yeniden Yatırım Oranı

İndirgenmiş kar payları yönteminin uygulandığı haller ise, kar dağıtımı yapan firmalar için ve özsermayeye serbest nakit akımını tahmininin zor olduğu haller olarak gruplanabilir (Damodaran A. , 2016, s. 207). Değerleme yöntemi olarak indirgenmiş kar payları metodunda dile getirilen bazı eleştiriler şu şekilde sıralanmıştır (İvgen, 2003, s. 51).

- Zaman içerisinde türlü sebepler dolayısıyla ileriye dönük kar paylarını kestirmek zorlaşır.
- Sadece temettü payının önemsenmesi durumu, firmanın birikmiş temettülerinin dikkate alınmadığı yorumunu yaptırabilir.
- Yatırımcılar diledikleri zaman alım satım yapabilirler. Fakat indirgenmiş kar payları yönteminde hisse senetlerindeki fiyat yükselmesinden doğan kazanç yok sayılır. Bu durum yöntem için negatif bir etki yaratır. Eleştiri noktasında, değerlemenin sadece temettü paylarındaki değişimleri ifade etmesinin yanı sıra sermaye kazanımlarını da dahil eden bir süreç olması gerektiği yönündedir.

3.1.2.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi Arasındaki Farklar

Gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler olan indirgenmiş nakit akımları ve indirgenmiş kar payları yöntemi ilişkisindeki temel ayrımlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Sağmanlı, 2001, s. 57).

- İNA serbest nakit akımlarının değerlendirilmesi noktasında, fazla hissesi olan yatırımcılar açısından bir mana teşkil eden metottur.
- İndirgenmiş temettü payları yöntemi ise nakit karları temel alarak değerlemeyi tahmin etmesinden dolayı az hissesi olan malikler için anlamlı bir metottur.
- İki yöntem arasındaki en önemli fark ise indirgenmiş kar payları yönteminin nakit akımlarını değil karı temel alması ve firma değerine ulaşırken karı bugünkü değere indirgemesidir.
- Gelişme sürecindeki firmalar kar payı dağıtmayarak, bunu büyümek için kullanabilir.
- Özsermayeye net nakit akımlarının, temettü payı ödemelerinden farklı olması halinde bu iki yöntem ayrı sonuçlar verebilecektir.

3.1.3 Piyasa Değeri Yaklaşımı Kapsamındaki Yöntemler

Piyasa yaklaşımı göreceli değerlendirme olarak da bilinmektedir. Bu yaklaşımda birbirine benzeyen varlık ya da firmaların piyasada ne şekilde fiyatlandırıldığı, birbirlerine nazaran ucuz veya pahalı olup olmaması temel alınır (Öztürk, 2009, s. 112).

Piyasa değeri yaklaşımına bir varlığın veya işletmenin değerinin mukayese edilebilir bir benzerinin fiyatı ile saptanabileceği varsayımı temel oluşturmaktadır. Buradaki mukayese unsuru son zamanlarda meydana gelen bir birleşme veya satış olabileceği gibi, piyasa koşullarında meydana gelmiş oranlar da olabilir (Demirkol, 2006, s. 27).

Önceden değerlendirilmiş, bir sonrakilere emsal teşkil eden firmaların karşılaştırılıp, satış fiyatlarında gerekli düzeltmeleri yapan yaklaşım piyasa değeri yaklaşımıdır. Varlığın değeri, piyasadaki yatırımcıların o değeri belirlemesiyle meydana gelir. Piyasa yaklaşımının etkili ve doğru sonuç verebilmesi için, değerlendirilecek varlığın piyasada benzerlerinin fiyatının olması

avantajdır. Bu yaklaşımın misyonu, hali hazırda piyasada bulunan, benzeri fiyatlanmış varlıkları emsal alarak ilgili varlığa fiyat bulmaktır (Chambers, 2005, s. 178).

Piyasa çarpanı kullanarak değerlendirme yapılırken bazı hususlar dikkate alınır. Değerleme yapılacak firmaya benzer hatta tercihen aynı sektörden firmalar tercih edilerek piyasa çarpanları hesaplanır (Şenel & Yanık, 2005, s. 40). Firmanın satılabilir değeri, piyasa çarpanları aracılığıyla bulunmuş değeri ifade eder (Tanışman, 2004, s. 3).

Piyasa değeri yaklaşımının daha başarılı sonuçlar verebilmesi için hem yatırımcıların hem de piyasaların aşağıdaki özelliklere sahip olması gerekebilir (Damodaran A. , 2016, s. 10).

Piyasalar için :

- Çok sayıda mukayese edilebilir varlık bulunduğunda,
- Bu varlıklar piyasada fiyatlandığında,
- Fiyatı ortaklaştırmak, standart hale getirmek için bazı ortak değişkenlere ulaşıldığında.

Yatırımcılar için :

- Vakti çok fazla olmayan yatırımcılar,
- İlgili veriye dayanarak değerlendirmede bulunan,
- Göreceli olarak hatalı fiyatlandırmanın fırsatlarını kullanabilen.

Piyasa değeri yaklaşımı yerine göreceli değerlemede denilen bu yaklaşım dört başlık altında açıklanabilir (Ercan & Öztürk, 2006, s. 47):

1. Fiyat / Kazanç Oranı
2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
3. Satış Oranları
4. Sektörel Oranlardır.

3.1.3.1 Fiyat / Kazanç Oranı

Bir varlığın değerine ilişkin yorum yaparken, o varlığın meydana getirdiği karın çarpan olarak kullanılması tabii kabul edilmelidir. Bir hisse senedi alımında yatırımcıların firma tarafından oluşturulmuş EPS'nin bir çarpan etkisiyle o yatırım için ödenen fiyatı değerlemesi onaylanmış bir yaklaşım olarak kabul edilir(Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 172).

Firma değerlemesinde F/K oranının kullanımı ilk kez Malkiel tarafından teklif edilmiştir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 173). Fiyat kazanç (F/K) oranına ilişkin genel bir standart bulunmamaktadır. Çünkü uygulama da F/K oranına dair fazlaca tanım bulunmaktadır. Fiyat / Kazanç oranı, bir firmanın her 1 TL'lik hisse senedine pay olan net karına dönük yatırımcıların kaç TL tediye etmeye rıza gösterdiklerini ifade eder (İvgen, 2003, s. 120).

F/K oranı farklı bir söylem ile hisse senedi fiyatı ile hisse başına düşen net karın arasında uygun bir çarpan bulunması gerekliliğinden yola çıkar. Burada ifade edilen çarpan firmanın bir birim vergi akabinde hisse başına karına bedelen yatırımcıların kaç birim ödemeyi onayladıklarını işaret eder. Fiyat / Kazanç oranı hesaplanırken ortaya çıkan çeşitli fiyat ve kazanç tanımları Tablo.1' de gösterilmektedir (Tevfik, 2005, s. 223).

Tablo 1.Fiyat Kazanç Oranının Çeşitli Tanımları

Fiyat Tanımları	Hisse Başına Kar Tanımları
Cari Fiyat	Son Yılın Finansal Tablolarındaki HBK
Yılın Ortalama Fiyatı	Geçmiş 12 Aylık Hisse Başına Kar
Gelecek Seneye İlişkin Hisse Başına Kar	
Gelecek 12 Aya İlişkin Hisse Başına Kar	

Kaynak : Tevfik, Arman T, Hisse Senedi Değerlemesi, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2005, s.223

Bir hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar, hisse senedinin F/K oranı ile firmanın karındaki büyüme oranına dair tahminde bulunurlar. Bu noktada belirtilen değişkenler arasında doğrusal bir bağıntı olduğu kabul edilir. Bu oran yıllar içinde firma yönetiminin varlıkları ne kadar randımanlı çalıştırdığına dair işaret olarak da düşünülür. Firma için bir sonraki dönemde kara ilişkin yüksek bir artış beklentisi varsa dolayısıyla bir birim kar yükselmesi için ödenecek tutar da artar (Sağmanlı, 2001, s. 33,34).

Fiyat/Kazanç oranına etki eden etmenler aşağıda belirtilen şekilde sıralanmıştır (Yazıcı, 1997, s. 41,42):

- Temettünün eski büyüme oranı,
- Tahmini temettüler,
- Ortalama temettü payı ödeme rasyosu,
- Firmaya ait sistematik risikoyubelirleyen beta katsayısı,
- Karın stabilite durumu,
- Finansal kaldıraç,
- Firmanın rakipleriyle yarışma durumu, idarecilerin kabiliyetleri, ekonomik şartlar.

Fiyat/Kazanç oranında firma değeri aşağıda belirtilen formülle hesaplanır (Chambers, 2005, s. 195).

$$\text{Fiyat / Kazanç oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Net Kar}}$$

Hisse Başına Net Kar

Yukarıdaki formülden hareketle:

$$\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} = (\text{Hisse Başına Net Kar}) \times (\text{F/K Oranı})$$

$$\text{Firma Değeri} = (\text{Hisse Senedi Sayısı}) \times (\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı})$$

olarak hesaplanmaktadır.

Herhangi bir firma için değerlendirme yapılırken, uygulamada aşağıdaki alternatiflerden faydalanılır (İvgen, 2003, s. 122):

- Değerlenecek firmanın içinde bulunduğu sektörün ortalama Fiyat / Kazanç oranı kullanılabilir,
- Toplam piyasa Fiyat / Kazanç oranı alınabilir,
- Değerlemesi yapılacak firmanın faaliyette bulunduğu sektördeki benzer firmaların ortalama değeri hesaplanıp, bu sonuçtan hareketle ortaya çıkan grubun ortalaması alınabilir,
- Yurtdışındaki emsal firmaların Fiyat / Kazanç oranları kullanılabilir,

Sermaye piyasalarının etkin olduğu yönündeki varsayım sebebiyle, piyasa değerinin reel değerini aksettirdiği ve değerlendirme prosesinesubjektiflik girmediğinden sebebiyetle, piyasa değerinin değerlemeyi gerçekleştirecek şahısların hesapladığı değere nazaran daha efektif olarak saptandığı savunulmaktadır. Fiyat / Kazanç oranı halka açık olmayan firmalarda da kullanılabilir. Bu noktada eğer hisse senedinin fiyatı muayyen ise, firmanın aktif

olarak var olduğu sektördeki ortalama Fiyat / Kazanç oranından destek alarak firmanın hisse senetlerinin değeri belirlenebilmektedir (Yazıcı, 1997, s. 47).

Fiyat / Kazanç oranının güçlü yönleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Karan, 2004, s. 362):

- Kullanımı kolay, basit bir istatistiksel veridir,
- Karşılaştırma yapmak oldukça kolaydır,
- Risk ve büyüme gibi önemli verileri de gösterir,
- Bu yöntem kullanıldığında hesaplanan risk, kar ödeme oranı, büyüme oranı benzeri dataların kullanılmasına ihtiyaç duyulmamaktadır.

Fiyat / Kazanç oranının zayıf yönleri ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Canbaş & Doğukanlı, 2007, s. 349,350):

- Net kar hesabında kullanılan muhasebe değerkeme yöntemleri tesirli olabilmesinin sebebi hisse başına kazanç hesabının gerçeğı yansıtmaması olabilir.
- Teorik altyapı diğerkar payı değerkeme modellerinde Fiyat / Kazanç oranı yöntemine göre daha güçlüdür.
- Bir hisse senedi için Fiyat / Kazanç oranı olması gerekeni değil, yalnız uygun Fiyat / Kazanç düzeyini gösterir.
- Zarar eden firmalarda Fiyat / Kazanç oranı yöntemi kullanılmamaktadır.

3.1.3.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı hesaplanırken firmaya yatırılan yatırımların bugünkü değerkleriyle maliyetleri mukayese edilmektedir. Bu oranı genel olarak 1'in üzerinde olmalıdır. Oranın 1'in altında çıkması bazı sonuçlara işarettir. Bunlar firmanın ortaklarına bir değerk artışı elde ettirmediğı ve değerkinden kaybetmesi olarak söylenebilir (Sağmanlı, 2001, s. 37).

Firmanın piyasa değeri / defter değeri arasındaki oran, firmanın ileriye dönük istenen temettü payı dağıtım oranı, elde edilen kazanımlardaki büyüme oranı ve risklilik paralellerinde şekillenen oldukça komplike bir yönetim konusudur. Piyasa değeri / defter değerkine tesir eden ana etmen firmanın özsermaye getirisidir. Bu getirinin yüksek olması beraberinde PD / DD

oranını bu ölçüde yükseltecektir. PD / DD oranını özsermaye getirisinin düşük olması direkt olarak etkilerken, beklenen büyüme veya temettü dağıtım oranının azaltılması dolaylı olarak etkilemektedir (Ercan & Öztürk, 2006, s. 66).

Fiyat / Kazanç oranında da olduğu gibi piyasa değeri / defter değeri oranı yaklaşımı da iki büyüklük arasında belirli bir katsayı tespit etme çabasıdır. Burada firmaların önceki yıllardaki verilerinden veya aynı sektör içinde yer alan diğer firma verilerinden faydalanılarak uygun bir katsayı saptamayı planlar. Söz konusu hisse senedine ait gerçek değer hesaplanması gerektiğinde mevcut olan defter değeri saptanır ve daha önce hesaplanmış olan uygun PD / DD oranı ile çarpımı ile hesaplanır (Bolak, 1994, s. 164). Buradaki uygun oran bulunurken benzer firmaların verilerinden faydalanılır (Chambers, 2005, s. 197).

PD / DD oranı uzun zamanlar boyunca konuda uzman kişiler tarafından göreceli değerlemenin bir enstrümanı olarak bankacılık sektöründe kullanılmıştır. Genellikle bankalar için varlıkları bono ve ticari krediler gibi defter değeri gerçek değerine eşit varlıklardan meydana geldiği düşünüldüğün de bir banka için defter değerinin genellikle gerçek değer bir işareti olması sonucu çıkarılabilir (Sipahi, Yanık, & Aytürk, 2011, s. 106,107).

PD / DD oranı hesaplanırken hisse senedinin piyasa değeri, hisse başına defter değerine oranlanır. Özkaynağın defter değerinin piyasada işlem hacmi bulunan hisse senedi adedine oranlanmasıyla ise hisse başına defter değeri bulunur. Ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan kararın toplamı ise özkaynağın defter değerine eşittir (Chambers, 2005, s. 197).

Piyasa değeri / defter değeri oranı bulunurken altta belirtilen formüller kullanılır (Chambers, 2005, s. 197).

$$PD / DD = \text{HisseSenedininPiyasaDeğeri} / \text{HisseSenedininDefterDeğeri}$$

Hisse Senedi Piyasa Değeri = Piyasa Değeri / Defter Değeri x Hisse Senedi Defter Değeri

$$\text{Firma Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}$$

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı için örnek bir hesaplama aşağıdaki gibidir (Chambers, 2005, s. 197,198):

Örnek : Bir şirketin özkaynak toplamı 6.182.850 milyon TL'dir. Özkaynağı meydana getiren kalemler ve tutarları aşağıdaki şekildedir.

Özkaynak toplamı	6.182.850 Milyon TL.
Ödenmiş Sermaye	1.134.000 Milyon TL.
Yen. Değ. Değer Artış Fonu	1.297.309 Milyon TL.
Yedekler ve Dağıtılmamış Karlar	3.751.541 Milyon TL.
Hisse Senedi Adedi	1.134 Milyon TL.
Bir Hisse Senedinin Defter Değeri	5.452 TL.

Firmanın faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin PD / DD oranı ortalaması 3.67 olarak belirlenmiştir. Tüm bu verilerden hareketle hisse senedi fiyatı ve bu firmaya ait firma değeri şu şekilde hesaplanır.

$$\begin{aligned}\text{Hisse Senedi Defter Değeri} &= \frac{\text{Özkaynağın Defter Değeri}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} \\ &= 6.182.850 / 1.134.000\end{aligned}$$

$$\text{Hisse Senedi Defter Değeri} = 5.452 \text{ TL.}$$

$$\begin{aligned}\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri} &= \text{PD} / \text{DD} \times \text{Hisse Senedinin Defter Değeri} \\ &= 3.67 \times 5.452 \text{ TL.}\end{aligned}$$

$$\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri} = 20.008 \text{ TL.}$$

$$\begin{aligned}\text{Firma Değeri} &= \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Hisse Senedinin Fiyatı} \\ &= 1.134.000.000 \text{ adet} \times 20.008 \text{ TL.}\end{aligned}$$

$$\text{Firma Değeri} = 22.689.072 \text{ Milyon TL.}$$

Piyasa değeri / defter değeri oranının 1'in altında olması hisse senedinin ucuz ve bunun sonucunda belirtilen kıymetli kağıda yatırım yapılmasının avantajlı olduğu kanaatine

varılmaktadır. Hisse senetlerinde düşük özsermaye karlılığı ve yüksek PD / DD oranı var ise bu noktada ilgili hisse senetlerinin pahalı olduğuna kanaat getirilir. Fakat düşük PD / DD oranı ve yüksek özsermaye karlılığı söz konusu ise bu durumda ilgili hisse senetlerinin ucuz olması yönünde bir değerlendirme yapılır (Karan, 2004, s. 361).

Sermaye piyasası gelişmiş olan ülkelere bakıldığında PD / DD oranının, alınıp satılamayan bir hisse senedi için olması gereken fiyatını saptamak maksadıyla kullanıldığı görülür. PD / DD oranının getirdiği dezavantaj ise değerlemeyi bir yerde bilançooya bağlamasıdır. Bunun sonucunda da firmanın sürekliliği ve ileriki zamanlarda elde edeceği kazanç potansiyelini görmezden gelmesidir. Firmanın özelliklerini yansıtmaması da bu oranın bir diğer eksik yönü olarak söylenebilir (Belkayalı, 2004, s. 15). PD / DD oranı yöntemi firmalar arasındaki rantabiliteyi önemsemez ve bu oranın yüksekliği aynı sektörde faaliyette bulunduğu diğer firmalarla mukayese edildiğinde bir fiyat şişkinliğinin işareti olarak yorumlanabilmektedir (Küçükcaraba, 2012, s. 119).

Piyasa değeri / defter değeri oranının kullanıldığı sektörlerle bakıldığında karşımıza özellikle sabit duran varlıkları yüksek olanlar çıkar. Bunun dışında finansal hizmet sektörü ve özellikle bankacılık sektöründe sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir. Kar etmeyen firmalar açısından bu oranın uygulanabilir olması, yöntemin bir avantajıdır (İvgen, 2003, s. 127,128).

3.1.3.2.1 Tobin'in Q Oranı

Yeniden yerine koyma oranı olarak da bilinen Tobin's Q oranını iktisatçı James Tobin bulmuştur. Yöntem aracılığıyla, şirketin varlıklarının piyasa değerleri ile yerine koyma maliyeti arasındaki bağıntıyı incelemektedir (Damodaran A. , 2002, s. 637,751).

Yeniden yerine koyma oranı, firmanın defter değerinin, tarihi maliyeti simgelemesi ve amortismanların her firma tarafından farklı yapılmasından dolayı uygun bir ölçü olmadığı kanaatini savunur. Bu nedenle PD / DD oranındaki defter değeri yerine, Tobin's Q oranını koyarak değerlendirme yapar (Öztürk, 2009, s. 119).Tobin's Q oranı aşağıdaki gibi bulunur:

$$\text{Tobin 's q} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkları Tahmini Yerine Koyma Maliyeti}}$$

James Tobin tarafından geliştirilen “q” değeri, PD / DD oranına benzemektedir. Zira bazı farklı noktalar bulunmaktadır. Örneğin bu oranın pay kısmında yalnızca hisse senetleri değil, uzun vadeli borçlarda yer almaktadır. Payda kısmında da yalnız özsermaye değil, tüm varlıklar bulunmaktadır (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 177). Gürbüz, Engincan (2004)’e göre, Tobin’sq’ya dair bazı değerlendirmeler aşağıdaki şekilde maddeler halinde sunulabilir:

- Firmalar $q > 1$ ise, yatırım yapmaya isteklidirler. Çünkü sermaye donanımı, ona yerine koyma maliyetinden de fazla tesir etmektedir. Oysa $q < 1$ ise, firma yatırım yapmayı bitirir. Bu durumda, firma yeni varlıklar için yatırım yapmak yerine, birleşme aracılığıyla varlık sahibi olmayı daha ucuz bulabilir.
- q büyüme fırsatlarına dair bir işaret verir. Yüksek q ’lu firmaların kuvvetli rekabetçi fırsatların varlığı hatırlanır.
- Yüksek ‘ q ’ değerlerine sahip firmaların, sağlam marka imajları veya teknik donanımları oldukları anlaşılmaktadır.
- q oranı düşük firmaların yüksek rekabetin olduğu ve kendini ileri taşıyamamış kesimlerde var olması normal karşılanır.

3.1.3.3 Satış Oranları

Satış oranları yönteminin kullanım alanına bakıldığında firmaya ait özsermaye değerinin veya meydana getirdiği gelirlere bağlı olarak, firmanın toplam değer ölçümünde bu orandan yararlanıldığını görülmektedir. Diğer değişkenlerin durağan olması şartıyla, satış oranları yüksek olmayan firmalar kıyasla az değerli bulunmaktadır. Kar elde etmeyen firmalar için kazanç oranlarından faydalanılması anlam teşkil etmez. Bu noktada gelir ya da satış çarpanları bir alternatif olarak kullanılır. Bu oranlar verdikleri anlamlı sonuçlar itibariyle mali zorluklar yaşayan veya yeni kurulan firmalar tarafından kullanılır. Gelir çarpanları amortisman, ARGE çalışmalarının maliyetlerinin muhasebeleştirilmesi ve stoklar hususundaki değişimlerden etkilenmez. Gelir çarpanları yapısı itibariyle kazanç çarpanları kadar değişken değildir. (Ercan & Öztürk, 2006, s. 68).

Gelir oranlarıyla yapılan hesaplamalar da farklı sektörlerde yer alan ve yine farklı muhasebe sistemi kullanan firmaları mukayese etmek daha kolaydır. Fakat firma değerlendirme

noktasında firma satışlarının esas alınmasının getirdiği eksiklik, satışlarında kayda değer yükselişlere rağmen, maliyetlerini iyi idare edememesi sebebiyle kar edemeyen bir firma için bile yüksek oranda bir firma değerinin hesaplanabilmesi olasılığı şeklinde açıklanabilir (Konuralp, 2005, s. 222).

Değerlemede genel olarak iki satış oranından faydalanılmaktadır.

- Fiyat / Satışlar Oranı

$$F / S = \text{HisseSenedininPiyasaDeğeri} / \text{Satışlar}$$

Fiyat / satışlar (F / S) oranı piyasa değerlendirme yöntemleri içerisinde sıklıkla tercih edilen bir yöntemdir. Fiyat / satış oranı bulunurken, firmanın cari piyasadaki fiyatı, son 12 aylık dönem gelirine bölünür veya total piyasa değeri senelik satış tutarına bölünür. Fiyat / satışlar oranı bir firmanın satışlarıyla özsermayenin piyasa değeri arasındaki bağıntıyı açıklamaktadır. Fakat firmanın satışlarında payı olan hem ortaklar hem de borç verenler vardır (İvgen, 2003, s. 126). Buradan hareketle, F/S oranının pay ile paydasına tutarsızlık görülmektedir. Söz konusu durumu yok etmek için bir başka oran olan şirket değeri / satışlar oranından faydalanılabilir (Küçükcaraba, 2012, s. 122).

Fiyat / satış oranı bir firma için borsadaki değerinin iş hacminin kaç katı olduğunu söyler. Yoğunluklu olarak internet ve telekomünikasyon sektörleri tarafından tercih edilir (Karaa, 2019, s. 42).

Fiyat / satışlar oranını etkileye ana etmenler, net kar marjı, büyüme dönemlerindeki temettü dağıtım oranı, risklik ve büyüme dönemlerindeki beklenen büyüme oranları olarak söylenebilir (Salla, 2019, s. 51).

- Firma Değeri / Satışlar

Firma değeri / satışlar değeri bulunurken, firmanın özsermayesinin ve uzun vadeli borçlarının cari değerinden nakitleri çıkartılır. FD / S oranını etkileyen ana etmenler ise, vergi sonrası faaliyet kar marjı, yeniden yatırım oranı ve sermaye maliyeti olarak sıralanabilir (Salla, 2019, s. 51).

F / S oranından farklı olarak, FD / S oranında firma üzerindeki tüm hak sahipleri dikkate alınır. Firmanın toplam değerinin, satışlara bölünmesi şeklinde hesaplanır. Bu oranın en geniş olarak kullanıldığı sektör ise perakendecilik sektörüdür. Bu sektörde faaliyet gösteren firmalar tarafından yaygın bir şekilde tercih edilir. Yöntemin en büyük artısı ve avantajı ise satış rakamlarını dikkate almasıdır (İvgen, 2003, s. 133,134).

Firma değeri / satışlar oranının dezavantajı ise üretim maliyetlerinde sıkıntı olan firmalarda, bu problemin kontrolü sırasında meydana çıkmaktadır. Kazanç ve kar düşmesine karşın satış gelirleri sabit kalabilmektedir. Bu durumda da FD / S oranı firmanın diğer firmalarla mukayese edilmesinde yanıltıcı değerler vermektedir (Küçükcaraba, 2012, s. 123).

3.1.3.4 Sektörel Oranlar

Değerlemesi yapılacak firmaların, faaliyet gösterdiği sektöre göre değişen oranlar, sektörel oranlardır. Sektöre özgü oranlar kullanılarak da firma değeri hesaplanmaktadır. Örnek olarak, demir üretimi yapan bir firma, üretilen demir (ton) başına firma değeri oranı ile demir üretimi sektöründe faaliyet gösteren başka firmalarla mukayese edilebilir. Analistler özellikle kıyaslanabilecek fazla çarpan bulamadığında veya spesifik sektörlerde ya da zararda görünen ve yeni faaliyette bulunan firmalarda sektörel oranlara başvururlar. Bu oranların önemli özelliklerinden biri, bu oranların pay kısmında çoğunlukla firma değerinin yer almasıdır. Firma değeri hesaplanırken, borçlar ve özkaynakların toplamından nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetler düşülür. Sektörel oranların hesaplanmasında, payda kısmında ise firmayagelir ve kar getiren faaliyet birimleri bulunmaktadır (Öztürk, 2009, s. 120).

Sektörel oranların tercih edilme sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Ercan & Öztürk, 2006, s. 76):

- Bu oranlar firma değeri ve firmanın faaliyetlerine dair ayrıntıları ve sonuçları arasında bir bağlantı kurmaktadır,
- Mukayese edilecek bir oran bulunamadığında genellikle sektörel oranlar tercih edilir,
- Sektörel oranlarla yapılan hesaplamalarda çoğunlukla mali tablolara bakılmaz. Bu sebeple, oranlar mali tablolarına ulaşılamayan firmaların ya da mukayese edilebilir olmayan firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır.

Sektörel oranların tercih edilmeme, dezavantaj getirdiği nokta ise sınırlı veriler kullanarak hesaplanabilmesidir. Diğer bir dezavantajı ise, sektörel oranlara etki eden ana değişkenler arasındaki ilişkinin karmaşık olmasıdır. Firmaların sadece bu oranlara bağlı olarak karşılaştırılması güçtür (Damodaran A. , 2002, s. 568).

Sektör çarpanları, Birim Ürün Başına Değer, Abone Başına Değer ve Site Ziyaretçisi Başına Değer olmak üzere sıralanabilir (Öztürk, 2009, s. 121).

- Birim Ürün Başına Değer Oranı;

Belirtilen oran çoğunlukla piyasa değerleri kendi potansiyellerine göre saptanan petrol ve maden firmalarında önemsenir. Firma değeri / Rezervlerdeki ürün sayısı ile işleme alınır. Üretim sektöründe yer alan ve aynı türden ürün veren bir firma içinse Firma değeri / Üretim çarpanı kullanılabilir. Örneğin birim ürün başına değer oranı, çelik üreticisi bir firma, firma değerini, imal ettikleri çelik miktarına (ton) ya da üretim kapasitesine oranlayarak hesaplanabilir. Birim ürün başına değer oranı aşağıdaki şekilde işleme dökülebilir (Öztürk, 2009, s. 211).

Birim Ürün Başına Değer =

$$((\text{ÖsermayePiyasaDeğeri} + \text{BorcunPiyasaDeğeri} - \text{Nakit})) / \text{ÜrünSayısı}$$

- Abone Başına Değer Oranı ;

İnternet hizmet sağlayıcıları, telefon, televizyon ve basın yayın gibi sektörlerde yer alan ve firmalarının gelirlerini abone sayılarının oluşturması sebebiyle abone başına değer oranı bu sektörlerdeki firmalara dönük anlamlıdır (Öztürk, 2009, s. 121). Abone başına değer oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Abone Başına Değer =

$$((\text{ÖsermayePiyasaDeğeri} + \text{BorcunPiyasaDeğeri} - \text{Nakit})) / \text{AboneSayısı}$$

- Müşteri Başına Değer Oranı ;

İnternet aracılığıyla perakendecilik yapan firmalar için sektörel oranların hesaplanmasında kullanılan orandır. Yapılan hesaplamada müşteri sayısı dikkate alınır. Müşteri başına değer oranı hesaplamasının bir dezavantajı, müşterilerin yaptıkları alışveriş

sepetlerinin çeşitlilik göstermesi ve tutarlarında aynı doğrultuda farklı olması ve süreç içerisinde değişkenlik göstermesidir. Geline nokta da firma değeri / satışlar oranının kullanılması daha doğru bir tercih olabilir (Öztürk, 2009, s. 121). Müşteri başına değer oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{Müşteri Başına Değer} = ((\text{ÖsermayePiyasaDeğeri} + \text{BorcunPiyasaDeğeri} - \text{Nakit})) / \text{MüşteriSayısı}$$

- Site Ziyaretçisi Başına Değer Oranı

Sitelerindeki yoğunluğu internet sitesi sahibi firmalar ayrıntılı bir şekilde takip edebilmektedirler. Bu ayrıntılar yardımıyla elde edilen analizler sonucu firmalar gelirlerini arttırmak için reklam alabilirler. Fakat site ziyaretçileri ile reklam gelirleri arasındaki ilişki belirgin bir şekilde görülememektedir. Bu durumda da site ziyaretçisi başına değer çarpanının kullanımı farklı sorunlar yaratmaktadır (Öztürk, 2009, s. 121). Aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\text{Site Ziyaretçisi Başına Değer} = ((\text{ÖsermayePiyasaDeğeri} + \text{BorcunPiyasaDeğeri} - \text{Nakit})) / \text{SiteZiyaretçiSayısı}$$

3.2 Alternatif Değerleme Yaklaşımı

Son yıllarda geleneksel değerleme yaklaşımları dışında alternatif veya modern olarak da adlandırılan değerleme yaklaşımları da kullanılmaya başlanmıştır. Alternatif değerleme yaklaşımlarından en çok tercih edilen yöntemler, EVA (Ekonomik Katma Değer) ve CFROI (Yatırımın Nakit Akım Karlılığı) yöntemleridir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 245).

3.2.1 Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

EVA kavramı G.B. Steawart III ve Joel Stern Şirket Danışmanlık Grubu (SternSteward&Co.) aracılığıyla 1980'li senelerde dillendirilmiştir. Finansçıların çok çabuk alıştığı ve kullandığı bu finansal ölçü, firmaların gerçek karlılığına dayalıdır. EVA geleneksel performans ölçülerinden farklı olarak, firmanın artık karı temelli ve ekonomik kara yaslanmış bir metottur. Bu noktada EVA'nın borç ve özsermayenin maliyetini önemseydiğini de belirtmek gerekmektedir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 246).

Ekonomik Katma Değer (EVA), temel olarak bir firmanın ekonomik kar ortaya koyma potansiyelini ölçmeyi sağlayan ekonomik indikatördür. Farklı deyişle, sermayenin maliyetinin üzerinde bir kazançtır. Paydaşların servetlerindeki doğru ve net bir şekilde artışı gösterir. Yatırım yapanlar yönünden bakıldığında firmanın sermaye maliyetinden kıyasla fazlasını elde etmesi şüphesiz önemlidir. Aksi takdirde var olan sermaye aşınmakta ve zamanla da tükenmektedir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 245).

Artık gelir kavramı üzerine yapılandırılmış EVA, firmanın borç ve özsermaye maliyetini önemseyen firma tarafından meydana getirilen ekonomik değeri parasal olarak açıklar. Kısaca EVA, bir işletmenin var ettiği ya da kaybettiği değerin, bir süreç içerisinde ya da senelik tutarını belirtmektedir (Öztürk, 2009, s. 165,166).

EVA yönteminin kullanılması bilhassa borsa da işlem göre firmalar açısından çok daha anlamlıdır. Firmaların hisse senedi fiyatlarıyla EVA arasında kuvvetli bir ilişki vardır. Bu güçlü bağ EVA'yı güçlendiren önemli bir özelliğidir. Geleneksel yöntemlerle karşılaştırıldığında da, EVA ile hisse senedi fiyatları arasındaki bu güçlü ilişki ortaya çıkar. EVA'nın gerçek durumda, yatırımcıların önemseydiği değişkenleri kapsamı ve buna dikkat etmesi geleneksel yöntemlerden ayrılmasına ve tercih edilmesine sebep olarak gösterilebilir. Bu noktada belirtilmelidir ki, EVA yalnızca borsada hisse senetleri işlem gören firmalar açısından manalı neticeler vermez. Her ne kadar hisse senetleri borsa da işlemi olan aktif firmalar açısından daha manalı neticeler verse de, hisse senetleri borsa da muamele görmeyen firmalar için de uygulanabilir (Çelik, 2002, s. 23).

EVA, bir işin gerçek ekonomik karının yalın ve tam olarak tahmini şeklinde açıklanabilir. Bu noktada EVA'yı muhasebe karından ayıran üç temel nokta bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde açıklanır (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 251):

- İlki, faaliyet karının üretimi için harcanan sermayenin maliyetinin çıkarılmasının akabinde kalan artık gelir EVA'dır. Bundan ötürü faaliyet etkinliği ve finansal durum tablosu idaresini birleştirmesi noktasında çalışanlar kolaylıkla anlayabilir.
- İkincisi, EVA sermayeyatırımcıların görünen iş riskine karşın, telafi edecek bir oranla maliyetlendirir.

- Üçüncüsü ise, EVA raporlanmış muhasebe neticelerini, gerçek ekonomik performansın ölçülmesinde rastlanılan bozulmaları yok edecek şekilde düzeltir. Bu maksat ile SternSteward& CO. , her bir firma ve hatta birimin kendi EVA ölçüsünü tarif edebilmesi ve iyileştirmesi için 164 performans ölçümü konusu açıklamıştır.

Döneme dair performans değerlemesinde, değer kaybı olması negatif bir EVA'ya işaretken, firma değerinin artması ve dolayısıyla hisse senedi sahiplerine bir değer yaratması durumu ise pozitif bir EVA'ya işaretler(Bayrakdaroglu & Ünlü, 2009, s. 292).

Etkinliklerdeki canlılığın fazlaştırılması, firmaya katma değer katacak yeni yatırımların olması da EVA'yı arttıracaktır. EVA'da artışa sebep olabilecek diğer durumlar aşağıda sıralanmıştır (Gülbüz & Ergincan, 2004, s. 118).

- Getiri oranının, hali hazırda bulunan sermaye yapısı kapsamında artırılması,
- Sermaye maliyetini aşan, getiri kazandıracak yeniliklerin yapılması,
- Yeterli getiri sağlayamayan faaliyetlerde aktif olan sermayenin pasifleştirilmesi.

EVA aşağıda ifade edilen üç değeri sebebiyle önemli arz eden bir yöntemdir (Chambers, 2005, s. 27):

- EVA, genel muhasebe prensipleri yönündensınırlandırılmamıştır. EVA kullanıcıları ekonomik değeri arttırmak amacıyla yapılması icap eden düzenlemeleri yapmak hususunda arzudur.

- EVA, hisse senedi sahiplerinin hisse değerini arttırmaları konusundaki yapılması gereken görevlerin ifa edilmesi noktasında tüm çalışanları kapsayan bir açıyla firmaları yönlendirir.

- EVA, finansal yönetim tarihinde bir ilki gerçekleştirmiştir ve ilk defa yöneticiler EVA aracılığıyla ortak bir dil tutturmuşlardır.

3.2.1.1 Ekonomik Katma Değer Hesaplanması

EVA'nın bir firma tarafından hesaplanmasındaki ana ilke, her firmaya has örgütsel yapılanmasını, işletme hedef noktalarını, faaliyet başlıklarını ve uygun muhasebe

politikalarını önemseyen, hesaplanması kolay ve reel iktisadi karı olabildiğince basit ve bütünlüklü kavratran bir kurgu olmasıdır (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 250,251).

EVA yönteminin nasıl işlediği noktasında, piyasa katma değerinin (MVA) de anlaşılması gereklidir. Bir firmanın toplam değeri ve toplam sermayesi arasındaki fark MVA'ya eşit olmaktadır. Buradaki toplam sermaye firmanın özsermayesi ve firmanın borcunu kapsamaktadır. MVA'dan hareket edilecek olunursa, firmaların gayelerinin piyasa katma değerini azami noktada tutması gerektiği sonucuna ulaşılabilir. Sermaye maliyetinin üzerine getiri elde ettirecek yatırım projelerine olan yatırım dolayısıyla piyasa katma değerini arttıracaktır. Firmaların gelecekteki EVA'larının bugünkü değeri MVA'ya eşittir (Young, 1997, s. 336).

EVA aşağıdaki formül ile hesaplanabilmektedir (Ercan & Öztürk, 2006, s. 83).

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

EVA formülü daha kapsamlı olarak aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Young, 1997, s. 336):

Net Satışlar
Satışların Maliyeti (-)
Faaliyet Giderleri (-)
Faaliyet Karı (Faiz ve Vergi Öncesi Kar) (EBIT)
Vergiler (-)
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)
Sermaye Giderleri (Toplam Sermaye x Sermaye Maliyeti) (-)
Ekonomik Katma Değer

EVA formülün de yer alan yatırılan sermaye, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yatırılan sermayenin getirini kavramlarının uygulamadaki zorluklarından uzaklaştırmak amacıyla aşağıda detaylandırılacaktır.

3.2.1.1.1 Yatırılan Sermaye

Yatırılan sermaye, EVA'nın hesaplanmasında kullanılan ana değişkenlerden biridir. Firmanın piyasa değerinin, yatırılan sermaye miktarı olarak kullanılması çıkış noktası açabilmektedir. Lakin firmanın piyasa değerinin, kendi başına mevcut olan varlıklara ilişkin yatırılan sermayenin değerini belirtmemekte, bunun yanın da ileriye dönük olası büyümeyle ilişkili olarak varlıkların değerini de içermektedir. Bu sebeple, bu yaklaşımla hareket etmek yanlış yorumlara yol açabilecektir. Mevcut varlıklara ilişkin piyasa değerlerinin kestiriminin zorluğu düşünüldüğünde, sermayenin defter değerinin, mevcut varlıklara yatırılan sermayenin piyasa değerine bir alternatif şeklinde değerlendirilmesi uygun olacaktır. Zira defter değerinin bir tek cari dönemdeki muhasebe uygulamaları dışında, aynı zamanda belirli bir dönemde varlıklara ilişkin amortisman, stokların değerlemesine ve satın alımlara yönelik kararların tesiri altında bir değişken olduğu da önemsenmelidir. Burada gerekli düzeltmeler yapılmalıdır (Ercan & Öztürk, 2006, s. 83). Faaliyetlerden kaynaklanan kira ödemelerine karşılık bunların borca dönüştürülmesi, AR-GE harcamalarının hareketli hale getirilmesi ve bir kez olmak kaydıyla yükümlerin ortadan kaldırılması bu ana düzeltmeler olarak sıralanabilir. Yapılan bu ana düzeltmeler sonucunda, sermayenin defter değeri, yatırılan sermaye miktarı olarak önemsenip, dikkate alınabilecektir (Öztürk, 2009, s. 167).

3.2.1.1.2 Yatırılan Sermaye Getirisi

Firmanın yatırılan sermayesinden ne kadar kazancının olduğu sorusunun cevabı olarak yatırılan sermaye getirisi hesaplanır. Aşağıdaki gibi hesaplanır (Çelik, 2002, s. 25).

$$\text{Yatırılan Sermayenin getirisi} = \text{Faaliyet Karı} (1 - \text{Vergi Oranı}) / \text{Yatırılan Sermaye}$$

Yatırılan sermaye getiri, işletme faaliyetleri sonucunda değer meydana getirilmesi, işletmeye yatırımda bulunanların servetlerinin fazlaştırılmasını ifade eder. Bu sebeple, bir faaliyet dönemi bitiminde yatırımcıların servet artışlarındaki, net artış hesaplanmalıdır. Bu artış sonrasında belirlenen değer ile beklenen değer ilişkisindeki olumlu fark da işletme

ortaklarının servetlerinde ne kadar artışın olduğunu ifadesidir. Yatırımcıların servet artışının belirlenmesinde iki esas yöntem bulunmaktadır. Bunlar yatırımın net getiri oranı ve artık kar yöntemidir. İşletmenin yatırımları aracılığıyla kazandığı getirilerin, sermaye maliyetini aşan bölümü yatırımın net getiri oranını ifade etmektedir (Çelik, 2002, s. 25,26). Artık kar ise, dönem sonunda bir firmanın kazanım sağladığı karlardan, firmaya yatırımda bulunanların, bu yatırımlara karşılık beklenti içerisinde oldukları getirileri düşüldükten sonra kalan net kardır (Öztürk M. B., 2004, s. 357).

3.2.1.1.3 Sermaye Maliyeti

EVA hesaplamasında kullanılan formüldeki diğer bir değişken de sermaye maliyetidir. Firmalar bir kaynağa ihtiyaç duydukları hallerde, bu ihtiyaçlarını öz kaynaklardan ve yabancı kaynaklardan temin etmektedirler. Sermaye maliyeti hesaplanırken, firmalar özkaynakların ve yabancı firmaların total içerisindeki ağırlıkları dikkate alınır. Bu noktada, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şeklinde de söylenebilir. Sermaye maliyeti hesaplanırken, sadece uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynakların total içerisindeki ağırlıkları ve bunların piyasa değerlerine bakarak bulunmaktadır. Aynı zamana vergi etkisi de önemsenerek hesaplanmaktadır (Öztürk M. B., 2004, s. 365).

Sermaye maliyeti bulunmasında kısa vadeli yabancı kaynaklar maliyetlerinin kullanımı doğru bir sonuca vordırmayacaktır. Firmalar tarafından yapılan yatırımları uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye ile mali tabanı desteklenmek durumundadır. Söz konusu durumdan ötürü yatırımlarda, yatırımın yoksunluk hissettiği net işletme sermayesi kullanılır (Öztürk M. B., 2004, s. 365).

3.2.1.2 Ekonomik Katma Değerin Uygulanma Süreci

1990'lı senelerde, artık kar kavramının uzun seneler uygulayamadığını aynı kavramsal bezerliği olan EVA başarmıştır. Son dönemler de özellikle EVA'nın ABD'de de her geçen gün firmalar tarafından artan bir sayıyla kullanıldığı görülmektedir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 247).

EVA sisteminin firmalar tarafından uygulanması, bu firmaların muvaffak olup, daha fazla değer ortaya koyacağını bir garantisi değildir. Başarı için firmaların, kendine uygun

stratejileri ve başarı için stratejileri olmalıdır. Bu varsayımlar kapsamında, EVA uygulamalarının başarılı olması için firma bünyesinde dört ana noktadan geçmesi beklenmektedir. Bu aşamalar altta şu şekilde dizilmiştir (Korkmaz & Özdemir, 2003, s. 36,37):

1. Aşama : Bir firma içerisinde, EVA karın farklı hesaplanmasının ötesinde mana barındırır. Firma içinde yer tutan, hali hazırda görülen kültürel tutum ve hareketlerin değişmesi gerekli kılabilir. Bu sebepler nedeniyle EVA uygulamasının en başından itibaren üst yönetim ve yönetim kurulunun olumlu bir bakış açısı ve tutum sergilemesi gerekmektedir.

2. Aşama : Kullanılacak EVA programının içerdiği temel noktalar için yönetim kurulunun takdirine sunulmalı ve olumu görüşleri bilinmelidir. Bu kararların içerisinde gerekli tüm detaylar olmalı ve EVA'nın nasıl hesaplanacağı mutlaka kapsmalıdır. Hesaplama noktasından önceki gerekli muhasebesel düzeltmelerin olup olmadığı, EVA 'nın hangi aralıklarla saptanacağı, sermaye maliyetinin bütün kuruma ait olan mı yoksa bölümlerle alakalı olanının kullanılacağı gibi durumlar kararlaştırılmalıdır. Bunlar dışında yönetim kurulu, ödüllendirme sistemiyle ilgilide kararlar almalıdır.

3. Aşama : Sistemin tümünü barındıran detaylı bir uygulama planının geliştirilmesi lazımdır.

4. Aşama : Başarılı bir EVA sisteminin uygulanmasının son aşaması ise eğitim programlarının başlatılmasıdır. Bu eğitime katılacak kişilerle ilgili de ayrıca bir tespit yapılmalıdır.

Yukarıda EVA uygulamaları aşamalar halinde anlatılmıştır. Bu aşamalar aşağıdaki tablo şeklinde de özetlenebilir (Chambers, 2005, s. 33).

Tablo 2.EVA Uygulama Süreci

EVA Uygulama Süreci	
1.	Aşama : EVA Uygulamasının Üst Yönetim Düzeyinde Kabul Görmesi
2.	Aşama : EVA Programı İçin Strateji Oluşturulması
	• EVA ‘nın ölçüm merkezlerinin seçilmesi • EVA’nın hesaplanması ➤ Firmaların muhasebe sisteminde gereken değişikliklerin ifası, ➤ EVA’nın kullanım sıklığının tespiti, • Yönetimin ödüllendirilmesi ➤ EVA ödüllendirme sistemi kapsamına girecek çalışanların seçilmesi, ➤ EVA performansına dayalı ödül hassasiyetinin tespiti, ➤ EVA ödüllendirme sisteminin firma mı yoksa alt birimler düzeyinde mi
3.	Aşama : Uygulama Planının Geliştirilmesi
4.	Aşama : Eğitim Programlarının Yapılması
	• Eğitim ihtiyacı olan çalışanların saptanması • Eğitim gereksiniminin nasıl karşılanacağını planlanması ➤ Her bir çalışan için eğitim dönemi sayısının ortaya konması, ➤ EVA ile ilgili kavramların personele duyurulması, ➤ Eğitimin öteki adımlarının ifası.

Kaynak : Chambers, Nurgül, Firma Değerlemesi, İstanbul : Avcıol Basım Yayın, 2005, s. 33.

3.2.1.3 Ekonomik Katma Değer ile Firma Değerlemesi Arasındaki İlişki

EVA, değer hedefli yönetimi destekler. Firma değerinin artması ve EVA'nın gelişmesi arasında kuvvetli bir ilişki vardır. Eğer EVA geliştirilirse, firma içinde değer odaklı yönetim de kayda değer bir değişim olacağı öngörülür. Bu değişim sonucunda firmanın piyasa değerinin artması ve dolayısıyla firma değerinin yatırımcıların gözünde arttırmayı doğurur (Vettiger & Volkart, 2004, s. 121).

Firmanın mevcut varlıklarına ve ileriye dönük büyüme potansiyeline yönelen kavram EVA yaklaşımıdır. EVA'nın daha da ileriye gitmesi aynı zamanda firmanın büyümesi, akabinde firma değerinin arttırılmasının göstergesidir (Ercan & Öztürk, 2006, s. 93).

Firmalar, aşağıda sıralanan düzenlemelerle ekonomik katma değerini arttırabilirler. Ve bu artışla birlikte, firma değerlerini de maksimum seviyeye çıkarabileceklerdir (Gökçen, 2004, s. 108).

- Faaliyet karını, vergi akabinde yükseltmek amacıyla, maliyet ve vergi kalemlerini azaltmak,
- Faaliyet karındaki bu artışın, sermaye maliyetindeki yükselişe nazaran daha çok olan yatırımlara yüzünü çevirmek,
- Sermaye maliyetinden düşük kar bırakan faaliyetler ile varlıklara yatırımın olmamasını sağlamak,
- Total sermaye maliyetinin en az seviyede bulunduğu optimal bir sermaye şekli oluşumunu desteklemek.

3.2.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Yöntemi (CFROI)

Bir danışmanlık şirketi olan Holt Value Associates aracılığıyla geliştirilen, yine bazı danışmanlık firmaları tarafından da tercih edilen bir diğer alternatif değerleme yöntemi yatırımın nakit akım karlılığı (Cash Flow Return on Investment- CFROI) yöntemidir. CFROI, EVA gibi parayla ifade edilmemektedir ve bir getiri değildir. CFROI yaklaşımın da, bir firmanın yatırım yapanlarına, mevcut vergi akabinde enflasyona göre düzeltilmiş cash akımları ve yatırımcıların yaptığı enflasyona göre düzeltilmiş olan brüt nakit yatırımı

mukayese edilmektedir. Yatırımın nakit karlılığı yaklaşımında önemli olan bazı hususlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 320):

- CFROI, iç verim oranı (IRR) gibi kavranabilir olmasa da, IRR ile aynı şekilde işleme alınır.
- CFROI nakit akımlarına bağlıdır. Bu sebeple EVA'ya kıyasla artış miktarı hesaplamalarının tesirlerini önlemede daha iyidir.
- CFROI nominal değer ölçüsü değil, enflasyona göre düzeltilmiş getiri değeridir.

CFROI yıllık olacak şekilde hazırlanır. Firmanın sermaye maliyetine ve dolayısıyla hisse sahipleri için meydana getirilen değere nazaran daha iyi bir getiri sağlayıp sağlayamadığını belirtmek için CFROI kullanılır (Gürbüz & Ergincan, 2004, s. 321).

Bir firma için CFROI hesaplanmasında dört girdi bulunmaktadır. Bunlar; brüt yatırım tutarı (Düzeltilmiş Defter Değeri + Birikmiş Amortisman), son senenin brüt nakit akımı (Vergi Sonrası Gelir + Amortisman / İtfa Payı), ekonomik ömrü ve hurda değeridir. Bu girdilerin aracılığıyla CFROI aşağıdaki şekilde hesaplanır (Damodaran A. , 1996, s. 878).

$$CFROI = (BrütNakitAkımı - EkonomikAmortisman) / BrütYatırım$$

$$Ekonomik Amortisman = YenileneMaliyeti / ([(1 + k)]^n - 1)$$

INA ile CFROI hesaplanması formülü aşağıdaki gibidir (Damodaran A. , 2002, s. 26):

$$Firma Değeri = FirmayaSerbestNakitAkımları / (WACC - g)$$

WACC : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

g : Büyüme Oranı

CFROI yöntemiyle firma değeri hesabı formülü de aşağıdaki gibidir (Damodaran A. , 1996, s. 1245):

$$Firma Değeri = ((CFROI * GI - DA) (t - 1) - (CE - DA) - WC) / (WACC - g)$$

GI : Brüt Yatırım

DA : Amortisman ve İtfa Payı

CE : Sermaye Harcaması

t : Kurumlar Vergisi Oranı

WC : İşletme Sermayesindeki Değişim



4. FİNANSAL RİSK KAVRAMI VE FİRMA DEĞERİYLE İLİŞKİSİ

4.1 Finansal Risk Kavramı

Düzenli olamayan, sistematik bir ilerleyişi olmayan risklerden biri de finansal risktir. Finansal risk firmanın sermaye durumuyla bağıntılı olmanın yanında, firma tarafından da denetlenebilir ve bazı yöntemlerle ortadan kaldırılabilir bir risk olarak da açıklanabilir. Bazı firmalar kaldıraç etkisinden yararlanmak isteyip yüksek oranlarda kar sahibi olmak için, buna karşılık gelen finansal riskleri göze alabilirler. Bu noktada firmaların risk ve getiri ilişkisinde aynı yönde bir eğilim olduğuna dönük farkındalıkları vardır. Firmalar, finansal risklerini bir borca ihtiyaç duymadan ortadan kaldırabilirler, fakat bu işlemi yaparken getirilerinden de bir miktar özveride bulunurlar. Bir yatırımcının veya bir firmanın hedefi en uygun sermaye bileşimini elde etmek ve kaldıraç etkisinden yararlanmaktır. Bir yatırımcı eğer finansal riskini en aza düşürmek istiyorsa, faaliyet riskinde belli olduğu üzere risklerini farklılaştırma yoluna giderek minimize edebilecektir (Ercan & Ban, 2005, s. 180).

Serbest piyasa koşullarının değiştiği ve geliştiği globalleşen piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar her geçen gün artmaktadır. Bu sebeple çeşitli riskler daha çok fark edilir olmuştur. Faiz ve döviz kurlarındaki hareketlenmelerin direkt olarak firmalar üzerindeki etkileri ve yansımaları bu duruma örnek verilebilir. Firmalar kendileri dışında gelişen vedaletim altında tutamadıkları bu finansal riskleri taşımak durumunda kalmaktadırlar (Kurt, Mandacı, & Yücel, 2007, s. 106).

Gerçekleşen getirinin, beklenen getiriden sapması durumu olasılığı finansal risk olarak açıklanabilir. Yatırımcılar cephesinden, finansal risk sermayeyi kaybetme olasılığı olarak düşünülmektedir. Bunun yanı sıra finansal risk kapsamı tek olmayıp kredi, faiz oranı, enflasyon riski, döviz kuru riski gibi çok çeşitli risk enstrümanlarından oluşmaktadır (Anbar & Eker, 2012, s. 130).

4.2 FinansalRisk Türleri

Finansal riskler, döviz kuru riski, enflasyon riski, faiz oranı riski, likidite riski, kredi riski, fiyat riski, pazar riski, piyasa riski, sermaye riski ve operasyonel risk olarak sıralanabilir. Bu riskler aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

4.2.1 Döviz Kuru Riski

Döviz kuru riskinin net bir şekilde açıklanabilmesi için öncelikle döviz kuru etkisine açık olma kavramını detaylandırmak gerekmektedir. Yabancı para türünden varlık ya da yükümlülüğe sahip olan veya yabancı para aracılığıyla işlem yapan kişi ve kuruluşların nakit akımlarının kurlardaki değişimlerden etkilenmesi durumu kur etkisine açık olma kavramını açıklayabilmektedir. İthalat, ihracat, borçlanma ve dış yatırım gibi işlemler kur etkisine açık olma işlemlerine örnek olarak verilebilir. Bir başka ifadeyle, kurdaki değişimler bu işlemlerin ulusal para türünden karşılıklarında değişikliğe neden olmaktadır. Döviz kuru riski ise, döviz kurlarında ortaya çıkan umulmadık farklılıkların, kur etkisine maruz kalabilen söz konusu kişi ve kuruluşların nakit akımlarında negatif yönlü bir değişmeye neden olmadı durumu olarak açıklanabilmektedir. Bir başka ifadeyle kur riski, firmanın kontrolü dışında meydana gelen döviz kuru değişimlerinden ve dövizin yerli para cinsine çevrilmesi durumunda firmanın mali yapısında görülebilecek olası zararlar şeklide açıklanabilir. Firmaların yabancı para cinsinden hem varlıklarını hem de yükümlülüklerini dengelemesi gerekmektedir. Bu durumda meydana gelecek olası durumlarda, firma kur etkisine açık olmakla birlikte, kur riskini bertaraf edebilir pozisyonda varlık ve yükümlülüklerini dengelemiş olabilir (Kadıoğlu, 2003, s. 2).

Globalleşen dünyada, ülkelerin ekonomileri dışa açıldıkça, firmaların ihracat-ithalat, dış ülkelere yatırım ve yabancı ülkelere aldıkları kredi miktarları artış gösterdikçe, firmaların etkisi altında kaldıkları kur riskleri artış göstermektedir. Bilhassa, düzenli yurtdışı satışları, alışları olan firmalar sistematik bir şekilde kur riskine maruz kalmaktadır. Türkiye 'de yer alan ve dış ticaret yapan işletmeler çoğunlukla, genel olarak dünya piyasasında sıkça kullanılan döviz cinsi olan Euro ve Dolar kullanmaktadırlar.

Döviz kuru riskinden korunma noktasında işletmeler içsel hedging ve dışsal hedging tekniklerinden faydalanmaktadır. Temelde bilanço uyarlamalarını esas alan ve genellikle merkezi nakit yönetimi anlayışını benimseyen içsel hedging teknikleri; netleştirme, çakıştırma, nakit akışlarının bir merkezde toplanması, nakit akışlarını öne alma ve geciktirme, ihracat alacaklarının tahsil süresinin hızlandırılması, kontrat fiyatını forward kura göre ayarlama, sözleşmede belirtilen döviz cinsini değiştirme, döviz üzerinden borçlanma, para piyasaları yoluyla hedging, çeşitlendirme ve döviz sepetleri olarak sıralanabilir. Finansal kurumların varlığını ve organize borsalarda ya da borsa dışı piyasalarda işlem gören

kontratların kullanımını gerektiren dışsal hedging teknikleri ise; senet iskontosu, factoring ve forfaiting, ihracat kredi sigortası, türev araçlar şeklinde sıralanabilir (Büker & Çelikkol, 2019, s. 127-136).

4.2.2 Enflasyon Riski

Mal ve hizmet fiyatlarının genel düzeyinde meydana gelen daimi artış enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon, yalnızca birkaç mal ve hizmetin değil, ortalama bir tüketicinin sene içinde kullandığı bütün mal ve hizmetlerde ortaya çıkan fiyat değişikliğini kapsamaktadır. Bir başka deyişle, bir ülkede, enflasyon oranı düşerken bazı mal ve hizmetlerin fiyatı artabilir veya tam tersi enflasyon oranı artarken bazı mal ve hizmetlerdeki fiyatlarda düşüş yaşanabilmektedir. Bu noktada yaşanan fiyat artışının enflasyon olarak adlandırılabilmesi için yalnızca belli bir dönem için değil, sürekli olması gerekmektedir. Sadece mal ve hizmetlerde değil, maaş ve ücretlerde de zaman içinde değişim meydana gelmektedir. Maaş ve ücretlerdeki artış, mal ve hizmet fiyatlarındaki artışa göre az olması halinde, tüketicinin satın alma gücünde azalma meydana gelmektedir. Bu durumda enflasyon, kişilerin ellerindeki parayla eskiye göre daha az mal ve hizmet almasına sebep olmaktadır (Bankası, 2013, s. 2).

Enflasyon riskini bir başka ifade ile satın alabilme riski olarak da tanımlamak mümkündür. Bu ifadeden kasıt, satın alabilme riski ve fiyatların genel seviyesinin artması neticesinde ortaya çıkan parayla ilişkili satın alma gücünde bir düşüş veya azalma durumudur (Münyas & Kargı, 2016, s. 8).

4.2.3 Faiz Oranı Riski

Piyasalarda var olan yatırımlar ile faiz oranlarında görülen değişimlere bağlı, bu değerlerde ortaya çıkan düşme faiz oranı riski olarak tanımlanabilir. Beklenen getirilerin gerçek olma ihtimalleri faiz oranlarında oluşan bu değişimlerden etkilenmektedir. Menkul kıymet fiyatlarının artması ve düşmesi ile faiz oranlarının yükselmesi ve düşmesi arasında ters orantı bulunmaktadır. Faiz oranları düşerken genel olarak menkul kıymet fiyatları yükselirken, faiz oranlarının yükselmesi halinde ise menkul kıymet fiyatlarında düşüş görülmektedir (Ercan & Ban, 2010, s. 179).

Bankalar için faiz oranı riski ise, kendi finansal durum tablolarında yer alan, varlık ve kaynak kalemlerinin vadeleri entegre değilse, faiz oranlarına bakıldığında bir değişme olmuyorsa söz konusu banka için faiz riski ihtimali oldukça yüksektir. Bankaların esas çalışma fonksiyonu kısa vadeli borçlanıp bunun karşısında uzun vadeli krediler vererek piyasadaki vade döngüsünü çevirmektir. Bu temel ilke karşısında bankalar muhatap oldukları müşteri firmalarının yıllık faiz ödeme rasyosunu mühim görür. Zira bu önem attettikleri oran bankalara firmanın faiz ödeyebilme kapasitesini ve bu konudaki gücünü işaret etmektedir (Adıgüzel, 2018, s. 17).

Faiz oranı riski çift yönlü incelenebilir. Faiz oranındaki değişmeler bir yandan menkul kıymetlerin fiyatlarına etki ederken, diğer yandan faiz oranlarında görülen yükseliş yatırım yapanlar tarafından kaybedilmiş bir fırsat şeklinde görülür. Bunun nedeni ise faiz oranlarında meydana gelen bu yükselişin menkul kıymet fiyatındaki düşüştür. Menkul kıymet fiyatı ve piyasadaki faiz oranları ters yönlü bir ilişkiye sahiptir. Faizlerdeki yükselme fiyatların düşüşünü ifade ederken, faiz oranlarındaki düşüş tam tersi olarak menkul kıymetlerinin fiyatının artışını göstermektedir (Korkmaz & Ceylan, 2015, s. 495).

4.2.4 Likidite Riski

Tutarlı olmayan likidite sebebiyle meydana gelen likidite riski, finansal bir risk şeklidir. Bir varlığı satma niyetinde olan bir tarafın, bu niyetine karşılık olarak varlığı satın alacak hali hazırda bir alıcı olmaması sebebiyle satamaması halinde likidite riski ortaya çıkabilir. Likidite riski satma yeteneklerini etkilerken, bir varlığı belli bir yerde görmek ve tutmak isteğinde olan taraflar için oldukça önemlidir. Yeni pazarlar ile büyük hacimli olmayan piyasalarda likidite riski daha büyüktür. Buna sebep olabilecek nedenler arasında ticarete hazır olan bir tarafın, buna karşılık başka bir taraf bulamaması durumu veya istekli iki tarafın birbirini bulamaması örnek olarak verilebilir (Öztürk L. , 2018).

Tasarruf maliklerinin paralarını bankalardan geri çekmeleri veya istekli olanlara borç temin etmeleri endişesini taşıması durumunda görülen likidite riski, bankalar tarafından bazı yöntemlerle bertaraf edilmeye çalışılır. Özsermayelerine dönük bir arttırma hali, maliki oldukları menkul varlıkları elden çıkarmak, yeni tasarruflarda bulunmak veya borç alabileceği

finansal kuruşlardan hali hazırda bulunan menkul varlıklarını teminat göstererek likidite riskini gidermeye çalışırlar (Korkmaz & Ceylan, 2013, s. 410).

4.2.5 Kredi Riski

Finansal kurumlar vermiş oldukları kredilerin vade bitiminde kredi şekli itibariyle, anapara ve eklenen faiz ve giderlerinin geri ödenmesi beklentisi içindedirler. Kredi riski de bu beklentinin karşılanamaması halinde, yani vadesinde geri ödeme yapılmaması pozisyonunda meydana gelir. Derecelendirme firmaları verilerinden, piyasada kullanılan bazı istatistik datalarından kredi riskinin yönetilmesi noktasında faydalanılmaktadır (Korkmaz & Ceylan, 2013, s. 411).

Bankalar açısından kredi riskini kapsayan ilgili parametreler, sistemler tanımlanmalı ve içsel dereceler ile süreçler açıklanmalıdır. Bu konuyla ilgilenecek birimlere gerekli dökümantasyon temin edilip, bunların bu risk karşısındaki etkileri de değerlendirilmelidir. Bu değerlendirmeler kredi riski kontrol birimleri aracılığıyla güncel tutulmalıdır (Grubu, 2006, s. 63).

Kredi riski bir diğer ifade ile taraflar arasında yapılan sözleşmeye, ödeme külfetiyle sorumlu olan tarafın sorumluluğunu yerine getirmemesi halinde ortaya çıkar. Bahse konu olan ödemeler ve vade toplamı düşünüldüğünde bu noktada kredi riski var olacaktır. Kredi riskinin ortaya çıkma hali vadeli işlemler veya banka kredileri ya da işletme tahsilleri ile olabilir (Ersan & Günay, 2009, s. 3).

4.2.6 Fiyat Riski

Fiyat riski hem iç hem de dış piyasalarda yapılan ticaretlerde görülmektedir. İthalatçı bir yandan fiyat artış riskini, dış pazarlardan alınan ürünlerle ilgili olarak, bir yandan da iç piyasada gelişen durumlar sebebiyle oluşan artan veya azalan fiyat riskini taşımaktadır (Wirtschaftslexikon, Preisrisiko, 2018). Fiyat riski faiz, kur riski ve piyasa riskinin bir karmasıdır.

Genel bir bakış açısıyla dünya ekonomisine bakıldığında fiyatlardaki değişimlerin sıklığı ve düzensizliği ile artan belirsizlikler risk kavramını ve yönetimini önemli hale getirmiştir. Gelişen piyasalarda riskten korunmak için birçok teknik bulunmaktadır. Türev

ürünlerde bu korunma yöntemleri arasında yer almaktadır. Piyasalarda yaşanan dalgalanmaları geriletip, azaltması noktasında da türev ürünler önemlidir. Fiyat dalgalanmalarının meydana getirdiği fiyat risklerinin kontrol altında tutulmasına türev ürünleri arasında yer alan vadeli işlem sözleşmeleri imkan sağlamaktadır. İleriye dönük tahminler yaparak ve fiyat dalgalanmalarını azaltarak piyasa mekanizmasına kolaylık sağlamaktadır. Vadeli işlemlerin bu durumda rol almasıyla beraber fiyat istikrarı oluşur ve piyasada hızlı ve akıcı para dönüşümü görülür. Bunun sonucunda da fiyat dalgalanmalarında istikrar veya azalma beklenmektedir (Çevik & Pekkaya, 2007, s. 49).

4.2.7 Pazar Riski

Bir pazar içinde fiyatlar değişiyorsa, bu değişim noktasında ortaya çıkan risk pazar riski olarak ifade edilebilir. Pazar riski etkisiyle meydana gelen fiyat hareketliliğinin nedenleri bazen netlikle açıklanabilirken, bazen de kayda değer bir sebep olmadan bu dalgalanmalar olmaktadır. Pazar riski etkisinde kalma dereceleri, sermaye piyasalarında yer alan finansal yatırım araçlarında farklı olabilmektedir (Ercan & Ban, 2010, s. 178).

Pazar riski olan firmalara bakıldığında, bu riski nakit veya özsermaye döngüsünü çeşitlendirerek bertaraf etmeye çalıştıkları görülmektedir. Firmaların yer aldıkları piyasalarda fiyatlar sürekli artıyorsa, bu noktada firmalar özsermayelerini değil, yabancı kaynak oluşturma eğilimindedir. Bunun sebebi ise, gelecekteki muhtemel ani fiyat dalgalanmaları sonucu meydana gelmesi beklenen olası riski yönetmektir (Adıgüzel, 2018, s. 14).

4.2.8 Piyasa Riski

Finansal varlıkların pazar fiyatlarında yaşanan kayda değer düşüşler yaşanır. Sermaye piyasasında yaşanan bu düşüşler belirli bir sebep veya sebeplerle ilişkilendirilebilir, bazı zamanlarda da herhangi bir gerekçe bulanamayabilir. Bu noktada yatırımcının verimi düşer ve bu fiyat düşüşünün yarattığı negatif etki piyasa riskini doğurur. Kaynağı yaşanan fiyat değişimleri olan piyasa riskini firmaların denetimi altında değildir. Piyasayı etkileyen risk kaynakları ülkede yaşanan seçimler, ülke liderlerinin hastalanması veya ölmesi hali, ani bir savaş durumu, piyasada spekülasyon faaliyetlerinin artış göstermesi, petrol, altın veya başka bir yeraltı zenginliğinin çıkarımının fazlaştırılması gibi psikolojik faktörler de olabilmektedir. Yatırımcıların bu psikolojik durumu, beklentilerinin negatif veya

pozitif yönlü oluşu piyasa riski üzerinde artırıcı veya azaltıcı etki yaratmaktadır. Kasım 1963 yılında NYSE' e Başkan Kennedy'nin hayatını kaybettiği bilgisi gelmesi ve akabinde menkul kıymet fiyatlarında ortaya çıkan düşüş sonucunda borsa kapatılmıştır. Sonrasında menkul kıymet fiyatları uygun seviyeye yükseltilmiş ve piyasa riski bertaraf edilmiş bir şekilde borsa yeniden açılmıştır. Bu örnekten de anlaşılacağı üzere belirsizlik önemli bir risk ilişkisidir (Korkmaz & Ceylan, 2015, s. 498).

Küreselleşen dünyada, firmalarda kapılarını dünyaya açarak farklı piyasalara uyum sağlamak çabası ve günden güne artan bir rekabet durumu içine girmişlerdir. Bu durumlarda, beraberinde piyasa riski kavramını getirerek, önemini de arttırmıştır. Değişen ve büyüyen dünya piyasalarında yer alan firmalar faiz ve döviz kurlarında yaşanan hareketlilikten kaynaklı da piyasa risklerine maruz kalırlar. Bu riskten kaçınmak adına firmalar birden fazla ve farklı finansal araç kullanarak, kendilerine en uygun olan var olma ve ilerleme politikalarıyla birlikte bilanço dışı korunma metotlarından olan türev araçları da kullanabilirler (Kurt, Mandacı, & Yücel, 2007, s. 107)

4.2.9 Sermaye Riski

Zararları en alt seviyeye indirecek düzeyde sermayenin var olmaması veya kanuni gereksinimleri karşılayacak düzeyde bulunmaması sebeplerinden ötürü ortaya çıkan riskler sermaye riski olarak ifade edilir. Bir başka ifade ile toplam varlıkların özsermayeye olan oranı sermaye riski olarak açıklanır. Hisse sahiplerinin ve firmaya borç verenlerin sermaye riskinin oransal hesaplanması sonucu ortaya çıkabilecek bir düşüşten kaynaklı bu göstergeye dikkat etmeleri gerekmektedir (Binici, 2017, s. 23).

Finansal sistemin bir denge ve düzende kalması noktasında, sermaye riskinin en aza indirilmesi konusunda oldukça geniş bir çevrede uzlaşmıştır. Fakat sermayenin asgari tutarı noktasında böyle bir uzlaşmaya varıldığı söylenememektedir (Binici, 2017, s. 24).

4.2.10 Operasyonel Risk

Operasyonel risk, yeterli veya başarılı olmayan içsel süreçler, insanlar ile sistemler veya dışsal olaylar sonucunda görülen, doğrudan dolaylı kayıp riski olarak tanımlanabilir (Mazıbaş, Temmuz-2005, s. 2). Bu tanımlama yasal riskleri içermenin yanında, stratejik ve

itibari riskleri kapsamamaktadır. Operasyonel risk, firmalar açısından önemli bir risk unsuru olarak görülmektedir. Bu riski bertaraf etmek veya azaltmak için firmalar oldukça büyük sermayeler yatırmaktadırlar. Bu sebeple, bu riskten korunmak veya azaltmak noktasında geliştirilen yeni ürünler açısından da oldukça önemlidir (Binici, 2017, s. 26).

Diğer finansal risklere nazaran ölçülmesi daha zor olan operasyonel risk, yönetimdeki ya da iş süreçlerindeki yeterli ve düzenli olmayan durumlar dolayısıyla meydana gelmektedir. Bu riski yaratan durumlar ise sistemsel ve kişisel hatalar, yeterli olmayan kontroller ve hatalı prosedürler şeklinde sıralanabilir (Kurt, Mandacı, & Yücel, 2007, s. 107).

4.2.11 Politik Risk

Yatırımcı davranışları açısından dünya da yaşanan savaşlar, politik ve ekonomik krizler gibi olaylar oldukça etkilidir. Söz konusu risk faktörü aynı zamanda uluslararası ticaretin hacmiyle de bağlantılıdır. Politik risk faktörlerine bakıldığında konulan kotalar, para birimi farklılığından kaynaklanan dalgalanmalar, koruma girişimleri ve yabancı sermaye yatırımları görülmektedir. Politik risk birçok kaynakta piyasa riskinin kapsamında incelenmektedir (Korkmaz & Ceylan, 2015, s. 499).

Küreselleşen dünyada, yatırımcı ilişkileri ülke sınırları aşmış ve buna karşılık artık firmalar ve yatırımcılar, yatırım süreçlerinde birçok etkene birden bakmaktadır. Bu noktada politik riskte, bir ülkenin sermaye piyasasını etkilediği için o piyasadaki firmalara tesir eden önemli atfedilen etken şeklinde değerlendirilmektedir. Politik istikrarsızlar ilgili ülkede yaşanmakta olan ekonomik düzensizlik ve sıkıntılar sonucu ortaya çıkmış olabilir. Bununla doğru orantılı olarak aynı şekilde yaşanan siyasi değişiklikler akabinde de, ekonomik bozulmalar veya sıkıntılar yaşanabilmektedir (<https://www.tesadernegi.org/>, 2018).

4.3 Finansal Risk ve Firma Değeri İlişkisi

Günümüzde geline nokta kaydedilen ilerlemeler ve bu konuda yapılan eleştiriler firmaların hedefinin, firmanın bugünkü değerinin hissedarlar cephesinden maksimum noktada olmasını sağlamak şeklinde belirlenmektedir. Firma değeri, firmayla ilişkili olan tüm taraflar açısından önemini arttırırken, bu taraflar firmanın katlanmak durumunda olduğu finansal riskleri de göz ardı etmeyip bununla ilgilide gerekli bilgi ve donanımına sahip olmak

arzusundadırlar. Firmanın likidite durumu, finansal varlıklarının etkin bir şekilde kullanılması durumu, karılık pozisyonu, ileriye dönük projeleri, teknolojik gelişmelerin yakinen takibi ve finansal risk pozisyonu gibi konular firma değerini etkileyecek konular şeklinde örneklendirebiliriz. Sıralanan bu etkenler sebebiyle firma değerinin tespit edilmesinde birden çok farklı yöntem kullanılmaktadır (Binici, 2017, s. 29).

Firma değeri ile finansal risk ilişkisine bakıldığında sermaye kontrolü bağlamında olumlu bir ilişki olması olasıdır. Firma değeri ve finansal risk arasındaki ilişkiyi yüksek finansal kaldıraçları olan firmaların yeniden finansman temin ettiklerinde etkisi altında kaldıkları yüksek finansal maliyetlerle izah etmek mümkündür. Halbuki, sermaye denetleme periyodunda ek finansman gereksiniminde düşük finansal kaldıraç sahibi firmalar, yüksek finansal maliyetleri kaldırma zorunluluğu durumunda kalabilirler (Vithessonthi & Tongurai, 2009, s. 21).

Firma değeri ve finansal risk arasındaki ilişkide geleneksel görüşte iki farklı görüş bulunmaktadır. Bunlardan biri bu ilişki arasında cebirsel ilişki olmadığı yönündeyken, diğer taraftan bu görüşün kaldıraç etkisinin müdafileri içbükey bir ilişki olduğu yönünde görüş bildirirler (Kraus & Litzenberger, 1973, s. 917).

4.4 Finansal Risk Yönetimi

Her geçen gün firmalar tarafından finansal risk yönetimine daha fazla önem verilmekte ve bu kavram detaylandırılmaktadır. Artan risk faktörlerinin de etkisiyle bu risklere karşı korunma araçlarına ve risklere olan farkındalık da gün geçtikçe fazlalaşmaktadır (Binici, 2017, s. 29).

Finansal risk yönetimi, II. Dünya Savaşı akabinde kişilerin ve firmaların kaza ve kayıplardan kurtulmak amacıyla kendilerine yaptıkları sigortalar ile önemli bir ilerleme kaydetmiştir. 1950’li yıllara gelindiğinde ise var olan sigortalara bakıldığında yeterli koruma düzeyinde olmadığı ve buna karşın yüksek maliyetler doğurduğu görülmektedir. Bu tarihsel süreç sonunda 1970’li senelerde türev araçların finansal risk yönetimi için kullanılmaya başlanmıştır.İlerleyen yıllarda bu türev araçların kullanım sıklığı ve alanı artmış, uluslararası finansal risk konusunda yasal korunma yönelik düzenlemeler yapılmış ve finans firmalarının kullanımına uygun risk yönetim modelleri meydana çıkmıştır. Firmaların riskten korunmak

adına yatırdıkları sermaye tutarları uygun ve yeterli formüllerin oluşturulmasıyla azalmıştır (Dionne, 2013, s. 1).

İşletmeler cephesinden risk yönetimi değerlendirildiğinde riskin fazlalığı ve getirinin aynı yönlü hareket ettikleri görülmektedir. Bu sebeple ilişkili olarak bir iş için riski azken fazla getiri beklemek veya riski fazlayken de fazla getiri beklemek normal görülmemektedir. Risk ve getiri ilişkisine, özellikle yatırımcılar yatırımlarına karar verme noktasında önemser. Yatırıma karşılık olarak elde edilen getiri gösterilirken, bir gerçekleşme ihtimali de olduğu görülür. Bu olasılık yatırıma dönük risktir. Yatırımcı için risk, yatırım kararları alırken getirisi kadar dikkate alınan, yatırım ile sermaye bütçelemesinin de temel ögesi olarak görülmektedir. Bulunmak istenen optimal nokta ise getiriye yatırımlar için en yüksek seviyeye getirirken riski en az seviyeye getirebilmektir (Ercan & Ban, 2010, s. 177).

5.TÜRKİYE’DE OTOMOTİV FİRMALARININ FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FİNANSAL RİSKLER ÜZERİNE BİR ANALİZ: 2010-2014 DÖNEMİ

5.1 Araştırmanın Amacı ve Yöntemler

Araştırmanın amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören, Ford Otomotiv Sanayi A.Ş., Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş., Otocar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş., Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. ,ve Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin 2010-2014 yılları için varlık bazlı değerlendirme yaklaşımlarından olan, defter değeri ve net aktif değeri yöntemleriyle firma değerlerinin tespit edilerek, bulunan değerlendirme sonuçlarıyla, otomotiv firmalarına ve otomotiv sektörüne etki eden enflasyon, kur ve faiz oranları olarak belirlenen finansal risklerin, artış veya azalışlarıyla karşılaştırılıp, bu dengelerin ilişki durumunun tespit edilmeye çalışılması ve etkileşimin var olup olmadığıdır.

Analizler yapılırken incelenen 5 farklı otomotiv firmasına ait, 2010, 2011, 2012, 2013 ve 2014 yıllarına ait yıllık bilançolarından değerlendirme yapılırken faydalanılmakla birlikte, gelir tabloları ve dipnotlar da dikkate alınmıştır. Çalışmanın Ekler kısmında ilgili firmaların ilgili finansal tablolarına yer verilmiştir. Finansal tablolar, dipnotlarla birlikte ilgili firma ve yıl sayılarının fazlalığı sebebiyle, çok fazla sayıda sayfaya sahip olduğundan bu kısım Ekler kısmında yer almaktadır. Uygulamanın özellikle sonuç kısmında faydalanılan dipnotlara <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden ulaşılabilir.

5.2 Değerlemesi Yapılacak Firmalar Hakkında Genel Bilgiler

5.2.1 Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.

Türkiye’de 1959 senesinde kurulan Ford A.Ş. , Türkiye’nin birçok şehrin de üretim tesisi bulunup, faaliyetlerine Sancaktepe Akpınar Mahallesi Hasan Basri Caddesi No:2 İstanbul adresinde devam etmektedir. Bilhassa ticari sınıf araçlar olmak üzere, motorlu araçların imalatı, montajı ve satışı, binek araçların ithalatı, satışı ve bu araçların yedek parçalarının üretimi, ithalatı ve satışı firmanın faaliyet konusunu genel olarak ifade etmektedir(<https://www.kap.org.tr/>, 2016).

Ford Otosan , Ford Deutschland Holding GmbH (%41) ve Koç Holding’in (%41) aynı miktarda hisseye sahip oldukları ve kamuya açık (%18) bir firmadır. 2004 senesinden

beri Türkiye’de en çok ihracat yapan ilk 3 firma arasında yer almaktadır. Ford Otosan 3 ana merkezde faaliyet göstermekte ve bünyesinde 11.000’e yakın çalışan bulunmaktadır. Bünyesinde AR-GE çalışmalarına destek ve koordine olabilecek bir kadro da bulundurmaktadır. Ford, Borsa İstanbul’da işlem görmektedir(<https://www.fordotosan.com.tr/>).

5.2.2 Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.

Tofaş, Koç Holding ve İtalyan Fiat ortaklığı ile kurulmuştur. 1968 yılında Tofaş Türkiye’ de kurulmuştur. İlk üretim Murat 124 modeliyle, yılda 20.000 kapasiteli bir fabrika da faaliyete başlamıştır. Tofaş’ın sermayesinde eşit hisseye sahip, Koç Holding ve Fiat ChryslerAutomobiles dışında %24 oranın da halka açık, borsaya kote bir firmadır. Tofaş hem binek otomobil hem de hafif ticari araç imal eden Türkiye’deki tek otomotiv firmasıdır(<https://www.tofas.com.tr/>).

Tofaş, Türkiye’nin 4. büyük sanayi kuruluşu olmasının yanı sıra, senede 400.000 araç üretim kapasitesine sahiptir. Tofaş iç pazarda 6 markanın temsilciliğini üstlenmiştir. Bu markalar Fiat, Alfa Romeo, Lancia, Jeep, Maserati ve Ferrari’dir(<http://www.osd.org.tr/>).

5.2.3 Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.

Otokar, 1963 yılında kurulmuştur. Otomotiv ve savunma sanayi sektöründe faaliyet göstermekte olup, tasarım ve müşteri ihtiyaçlarını temel alarak bu sektöre farklı ve özel çözümler meydana getirmektedir. Otokar, Koç Topluluğu himayesinde yer almaktadır. Sakarya ilinin Arifiye ilçesinde 552 bin metrekarelik bir alan üzerine kurulmuş olan fabrikasında 2 binden fazla çalışanıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Sahip olduğu teknolojik birikimlerine, üretim kapasitesine ve AR-GE çalışmalarına sürekli olarak yatırım yaparak, bu ağları genişletmektedir. Özellikle savunma sanayi alanındaki faaliyetlerde uzmanlaşmış bir firmadır (<https://www.otokar.com.tr/>).

Otokar’ın Türkiye piyasalarında önemli bir görevi de, Türkiye’nin ilk milli tankını planlamak ve oluşturmak amacıyla Altay Dönem-1’de ana yüklenici pozisyonuyla yer almasıdır. Bu tankın varlığıyla Türkiye üretim ve menşei ana savaş tankına sahip olacaktır. Bu araç kendi segmenti içinde karada giden en seri ve komplike tank olmakla birlikte, bu üretim alt yapısını Otokar’a kazandırmaktadır (<http://ir.koc.com.tr/>).

5.2.4 Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Karsan 1966 yılında 269 yatırımcı tarafından minibüs üretmek hedefiyle kurulmuştur. Akabinde Koç Holding çoğunluk hisselerini satın alarak Karsan'ı kendi bünyesine dahil etmiştir. 1998 yılında ise İnan Kırar tarafından çoğunluk hisseleri satın alınmıştır. 2000 senesinde hisselerinin %10'u halka arz edildi(<https://www.karsan.com/tr/kurumsal/>).

Günümüzde Karsan dünyanın 20 farklı ülkesine hizmet sunmaktadır. 1981 yılından beri %100 yerli sermaye ile üretimini gerçekleştirmektedir. Bursa ili Hasanağa'daki fabrikasında bir vardiya saatleri içerisinde yılda 18.200 adet araç üretebilecek kapasiteye ve yapıya sahiptir. Otomobil, kamyon, minivandan, otobüs gibi farklılıkta üretim yapılan Hasanağa Fabrikası, Bursa'dadır. Total 206 bin metrekarelik bir alan üzerinde üretim faaliyetleri yürütölmektedir. Çağın taleplerini karşılama ve ekolojik korunmayı da göz ardı etmeden, %100 elektrikli araçlar da üremektedir(<https://www.karsan.com/tr/>).

5.2.5 AnadoluIsuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Isuzu 1965 yılında kurulmuştur. Faaliyetlerine ilk etapta çelik montaj unvanı ile başlamıştır. Bu noktada üretimlerini kamyonet ve motorsiklet olarak gerçekleştirmiştir. 1986 senesine kadar Skoda markalı kamyonet imalatını devam ettirmiştir. 1983 senesinde IsuzuMotors Ltd. ile bir lisans anlaşması yapılmış ve Anadolu Isuzu bugünkü unvanını almıştır. Isuzu üretimi ise 1984 senesinde İstanbul Kartal'da bulunan fabrika da başlamıştır. Anadolu Isuzu, otomotiv sektörü içerisinde, ticari araç segmentinde faaliyet göstermekte ve ürün çeşitleri kamyon, kamyonet, midibüs, otobüs vepick-up olarak sıralanmaktadır (<https://cdnd.isuzu.com.tr/>).

Firmanın ticari araçlarının üretimi ve pazarlamalarını gerçekleştirdiği üretim yerleşkesi ÇayırovaŞekerpınar' da bulunmakta ve bu tesis 300 bin metrekarelik bir alan üzerinde kurulu bulunmaktadır. Buradaki üretim tesislerinde yıllık toplam tek vardiyada 19 bin araçlık bir üretim kapasitesine sahiptir. Yurt dışında 30'un üzerinde ülkede distribütörü olan Anadolu Isuzu, Türkiye'de 63 ilde 102 yetkili servis noktası bulundurmaktadır. 1997 yılından beri ASUZU işlem koduyla BİST'te hisseleri işlem görmektedir (<https://www.anadoluisuzu.com.tr/>).

5.3.Firmaların Finansal Oranları

Finansal durum tablosu ve gelir tablosu kalemlerinin, dipnotlardan da gerekli bilgilendirilmelerin yapılmasıyla birlikte ilgili kalemlerin birbirine oranlanması sonucu elde edilen verilerden bir sonuca varılması süreci oran analizi olarak adlandırılır. Oran analizi yapılırken sadece sonucu itibariyle anlam teşkil edecek kalemler oranlanır. Dört ana grup altında oran analizleri hesaplanır. Likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları ve karlılık oranları söz konusu dört ana grup başlıklarıdır (Gümüş & Bolel, 2017, s. 89).

Likidite oranlarının kullanım amacı, firmanın kısa vadede borçlarını ödeme başarısını saptamak, farklı bir ifadeyle likidite riskini tespit edip, değerlendirmek ve yeterli bir oranda net işletme sermayesinin varlığını tespit etmektir. Likidite oranları altında cari oran, asit-test oranı ve nakit oran yer almaktadır. Şirketlerin kaynaklarının yapısal durumunu ve uzun vadeli borç ödemesine dair değerlendirme yapılırken kullanılan oranlar ise mali yapı oranlarıdır. Başka bir deyişle, firmanın özsermayesinin yeterliliğinin ölçümü ve yine kaynak ve özsermayenin borç dengesindeki durumu da mali yapı oranları ifade eder. Firmaya ait olan kullanılan iktisadi kıymetlerin etkinliğini tespit eden, ölçen oranlar ise faaliyet oranlarıdır. Faaliyet oranı altında yer alan oranlar, satışlar ile çeşitli aktif kalemlerin aralarındaki ilişkinin uygunluğuna bakar. Firmaya ait özsermaye, yabancı kaynak ve varlıklarının ne ölçüde efektif kullanıldığı ve tüm faaliyetlerde bulunurken, sonuçları itibariyle ne ölçüde karlı çalıştıkları ise karlılık oranları ölçer (Kızıl & Aslan, 2019, s. 1787-1789) .

Çalışmada kullanılan rasyo oranlarının hesaplanması için kullanılan formüller, standart oran aralıkları ve kullanım amaçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3.Oran Analizleri Açıklamaları

	Hesaplanış Şekli	Standart Oran	Kullanış Amacı
Likidite Oranları			
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1,5-2	İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir.
Asit Test Oranı	(Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1,00	İşletmenin satışlarının durması halinde, kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir.
Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0,20	İşletmede bulunan hazır değerlerin, kısa vadeli borçları ne derecede karşıladığını gösterir.
Mali Yapı Oranları			
Finansal Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	0,50	Toplam yabancı kaynak payının, işletme varlıkları içerisindeki oranını gösterir.
Borçların Maddi Öz Varlığa Oranı	Yabancı Kaynaklar Toplamı / Maddi Öz varlık	<1	Özkaynaklardan, maddi olmayan duran varlıkların çıkarılmasıyla maddi öz varlık bulunur. İşletmenin yabancı kaynaklarının, maddi öz varlıktan daha az olması istenir.
Yatırım Oranı	Maddi Duran Varlıklar (Net) / Özkaynaklar	<1	İşletmenin maddi duran varlıklarının ne kadarlık kısmının, özkaynaklarla finanse edildiğini gösterir.
Finansman Oranı	Özkaynaklar / Yabancı Kaynaklar Toplamı	>1	Finansal bağımsızlığı gösteren son derece önemli bir orandır.
Karlılık Oranları			
Brüt Kar Oranı	Brüt Kar / Net Satışlar		İşletmenin net satışlarının yüzde kaçının brüt satış karı olduğunu gösterir.
Faaliyet Karı Oranı	Faaliyet Karı / Net Satışlar		İşletmenin esas faaliyetlerinden ne ölçüde kar elde ettiğini ifade eder.
Net Kar Oranı	Net Kar / Net Satışlar		İşletmenin dönem net karının yeterliliğini gösterir.
Faaliyet Oranları			
Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ortalama Ticari Alacaklar		Alacakların senede kaç defa tahsil edildiğini gösterir.
Alacak Tahsil Süresi	360 / Alacak Devir Hızı		İşletmenin alacaklarının ne kadar sürede tahsil edildiğini ifade eder.
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ortalama Stok		İşletmenin stoklarının senede kaç kere paraya dönüştüğünü gösterir.
Stok Devir Süresi	360 / Stok Devir Hızı		İşletmenin stoklarının ortalama kaç günde bir yenilendiğini gösterir.
Ticari Borç Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Ortalama Ticari Alacaklar		Ticari borçların ne hızda ödendiğini ifade eder.

Kaynak: Cevdet Kızıl ve Tunay Aslan, ‘Finansal Performansın Rasyo Yöntemiyle Analizi: Borsa İstanbul’da İşlem Gören Havayolu Şirketleri Üzerine Bir Uygulama’ ,MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt 8, Sayı 2, 2019, s. 1787-1789.

5.4 Sektör Analizi

5.4.1 Otomotiv Sektörünün Tanımı

Bir yanmalı ya da patlamalı motorla çalıştırılmaya çalışılan, yük ve yolcu taşımak ve karayolu trafiğinde kullanıma uygun olmak kaydıyla belirli bir teknik mevzuata göre üretilmiş olan dört veya fazlası lastik tekerlekli taşıt araçları motorlu karayolu taşıtları olarak tanımlanmıştır. Ana sanayi, söz konusu araçları üreten sanayi olarak adlandırılırken, otomotiv yan sanayi ise hem taşıt araçları imalat sanayinde faaliyette bulunan firmalara hem de parktaki araçların parça yenileme talebine dönük ana sanayi tarafından tespit edilen teknik dökümanlarla uyumlu aksam, parça, modül ve sistem üreten sanayi kolu şeklinde açıklanmaktadır. Otomotiv sanayi, hem ana sanayiye hem de yan sanayiye kapsamaktadır(İSO, Şubat,2002, s. 1).

Otomotiv sektörü, yapısı itibariyle bütün sanayileşmiş ülke ekonomilerinde önemli bir yer tutmakta ve ekonominin lokomotif sanayilerinden biri olarak görülmektedir. Aynı zamanda otomotiv sanayi, demir-çelik, petro-kimya gibi ana sanayilerinin de esas alıcısıdır. Söz konusu sanayilerdeki teknolojik gelişmelerin ve derinleşmelerde otomotiv sanayinin gösterdiği ilerlemelerle beraberinde sürüklenmektedir. Savunma sanayine bakıldığında da, otomotiv sanayinin yine en büyük destekçisi olduğu görülmektedir(Ernst&Young, 2011).

5.4.2 Global Otomotiv Sektörü

Otomotiv sanayi 1900’lü yıllar da üretime başlamıştır. İlk etaptasipariş üzerine ustalar tarafından devam ettirilen ve bütünüyle özel bilgi ve yeteneğe dayanan üretim strüktürü, H. Ford’un ABD’de üzerinde fazlasıyla çalıştığı ‘Kütleli Üretim’ metodu ile hızla devam eden bir süreç içerisinde kapsamlı bir sanayiye dönüştürülmüştür. Oldukça geniş çaplı bir pazar alanına sahip olan ABD’nde üretim, çok kısa bir süre içerisinde yüksek seviyelere erişmiştir. 1940’lı senelerde ise otomotiv üretimi Avrupa’da gelişmekle beraber, İkinci Dünya Savaşı’ı sebebiyle bir süre bu sanayinin gelişmesine ara verilmiştir(İSO, Şubat,2002, s. 27).

Avrupa’da Savaş akabindeki senelerde ‘Ürün Farklılaşmasına Dayalı Üretim’ yöntemi ile Pazar taleplerine öncelik verilmiş müşteri merkezli bir sistem geliştirilmiştir. Almanya öncülüğünde Fransa, İngiltere ve İtalya’da otomotiv sanayi bu doğrultuda

reorganize olmuştur. Bunun yanı sıra 1960'lı senelerden itibaren ABD firmaları Avrupa'da direkt ya da yerel firmalarla işbirliği yaparak inşa ettikleri tesislerde, sadece Avrupa pazarına uygun ürünlerin üretimine başlamıştır(İSO, Şubat,2002, s. 27).

Küresel krizin tesiriyle 2009 senesinde azalan dünya otomotiv talebi 2010 senesi başlamasıyla yükselişe geçmiştir. Toplam pazar yüzde 13 oranında yükseliş göstermiş ve 74,7 milyon adede ulaşmıştır. 2010 senesinde Japon pazarı yüzde 8 ve Güney Kore pazarı yüzde 6 oranında yükselişe geçerken, Çin pazarı yüzde 34, Hindistan pazarı yüzde 33 düzeylerinde artış göstermiştir. 2010 yılı, dünya otomotiv pazarındaki en çok büyüyen bölge ise Asya-Pasifiktir(OSD, Mart 2011, s. 4).

2010 yılı dünya toplam motorlu araç üretimi bir önceki seneye kıyasla yüzde 24 oranında yükselmiş ve yeni bir rekora erişerek 77 milyon adet olmuştur. Yine 2010 yılında otomobil üretimi bir önceki yıla kıyasla yüzde 21 oranında artmış ve 55,6 milyon adet seviyelerine ulaşmıştır. Kuzey Amerika otomobil üretimini yüzde 28, Batı Avrupa yüzde 9, Doğu Avrupa yüzde 20 oranında arttırmıştır(OSD, Mart 2011, s. 5).

2011 yılında küresel bazda otomotiv pazarı yüzde 4 düzeyinde yükseliş göstererek 78,3 milyon adede ulaşmıştır. 2010 yılına kıyasla Doğu Avrupa'da toplam motorlu araç pazarı yüzde 22 oranı ile dünya pazarında en çok büyüyen bölge olmuştur. Toplam Pazar Asya/Pasifik bölgesi ve Batı Avrupa'da değişmezken, Kuzey Amerika'da yüzde 10 oranında artış göstermiştir(OSD, Temmuz,2012, s. 4).

2011 yılında 2010 yılına kıyasla, dünya toplam motorlu araç üretimi yüzde 3 oranındaki artışı ile 80,5 milyon adede erişerek rekor elde etmiştir. Yine bir önceki yıla kıyasla, Kuzey Amerika bölgesinde motorlu araç üretimi yüzde 10, Doğu Avrupa'da yüzde 12, Rusya'da yüzde 36, Hindistan'da yüzde 8 oranlarında artarken, Asya-Pasifik bölgesinde yüzde 2, Japonya'da yüzde 11 ve Çin'de ise yüzde 1 oranlarında düşmüştür. Otomobil üretimi ise 2010 yılına kıyasla yüzde 4 oranındaki artışı ile 58,1 milyon adede ulaşılmıştır(OSD, Temmuz,2012, s. 5).

2012 yılına bakıldığında ise, küresel total otomotiv pazarı % 5 oranla yükselerek 84,5 milyon adede ulaşmıştır. Bu yılda en fazla artış otomotiv pazarında görülmektedir. 2011 yılına kıyasla, total motorlu araç pazarı Doğu Avrupa'da % 3, toplam pazar Kuzey

Amerika’da % 13, Asya-Pasifik bölgesinde % 10, Japon pazarı % 19 oranında artarken, Batı Avrupa’da pazar % 8 düzeyinde bir düşüşle daralmıştır. Güney Kore % 2 oranında bir pazar daralması yaşarken, Çin % 7, Hindistan % 9 ve Rusya % 8 oranlarında pazarlarını genişletmişlerdir(OSD, 2013, s. 5).

LMC verilerine dayanarak 2012 senesindeki dünya toplam motorlu araç üretimi bir önceki yıla kıyasla %5 oranında artarak 86,5 milyon adet ile yeni rekora imza atmıştır. Toplam araç üretimi Batı Avrupa’da 2011 senesine göre % 10 düşüş göstermiş ve 12,9 milyon adet olmuştur. 2012 senesinde total motorlu araç imalatı Kuzey Amerika’da % 14, Doğu Avrupa’da %4, Asya-Pasifik bölgesinde % 11 oranında yükselmiştir. Toplam araç üretimi Japonya’da % 18, Çin’de % 7, Rusya’da % 10, Hindistan’da % 8 oranlarında artarken, Güney Kore’de bu artış % 1 seviyelerinde kalmıştır(OSD, 2013, s. 6).

2012 senesi otomobil üretimine bakıldığında ise, bir önceki yıla kıyasla yüzde 6 oranına bir artış gerçekleşmiş ve bu artış sonucu üretim adedi 61,5 milyon adede ulaşmıştır. Otomobil üretimi Kuzey Amerika’da yüzde 21, Doğu Avrupa’da % 3 oranında yükselişe geçerken, Batı Avrupa’da % 10 düşüşte seyredilmiştir. Dünya motorlu araç imalatında Çin 19,8 milyon adet üretimi ile birinci sırada yer alırken onu 10,1 milyon adetlik üretimi ile Amerika, ve sonrasında 9,7 milyon adet ile Japonya takip etmiştir(OSD, 2013, s. 6,7).

2013 yılında küresel total otomotiv pazarı % 2 düzeyindeki artışıyla 86,2 milyon adede erişmiştir. Hafif ticari araç ile ağır ticari araç pazarlarında bir değişim yaşanmazken, otomobil pazarında % 3 oranında bir yükseliş gerçekleşerek 70,3 milyon adet seviyesine ulaşılmıştır. 2012 yılına kıyasla motorlu araç pazarı Doğu Avrupa’da % 2 düşüş yaşarken, toplam pazar Kuzey Amerika’da % 7, Asya-Pasifik bölgesinde % 5, Çin pazarı % 11, Güney Kore % 1 oranlarında artarken, Hindistan pazarı % 12 ve Rusya pazarı % 5 oranında düşüş yaşayarak pazar daralmıştır(OSD, 2014, s. 5).

LMC verilerine bakıldığında 2013 senesi dünya total motorlu araç imalatı yüzde 2’lik bir artış ile 86,7 milyon adet üretim seviyesine ulaşarak yeni rekora sahip olmuştur. 2013 yılı toplam motorlu araç üretimine bakıldığında bir önceki yıla kıyasla Kuzey Amerika yüzde 4, Doğu Avrupa yüzde 2, Asya-Pasifik yüzde 4, Çin yüzde 11 oranlarında arttırırken, Japonya

yüzde 3, Rusya yüzde 1, Hindistan yüzde 11 oranında üretiminde düşüş yaşamıştır(OSD, 2014, s. 6).

2013 senesinde 2012'ye göre otomobil imalatı % 2 oranıyla artış göstererek 62,5 milyon adet seviyesine ulaşmıştır. Kuzey Amerika ve Doğu Avrupa otomobil imalatını % 3 oranında arttırırken, Batı Avrupa'da bu oran % 4 ile düşüş göstermiştir(OSD, 2014, s. 6,7).

2014 yılında, LMC verilerine göre küresel otomotiv pazarı yüzde 2 oranında artarak 90,1 milyon adede erişmiştir. Bu yılda en çok artış yüzde 3 ile otomobil pazarında meydana gelmiş ve pazar 65,2 milyon seviyesine erişmiştir. Hafif ticari araç pazarı yüzde 3 azalırken, ağır ticari araç pazarı da yüzde 1 oranında düşüş yaşamıştır. 2014 yılında kuzey Amerika'nın otomobil imalatı yüzde 4, batı Avrupa'nın yüzde 3, doğu Avrupa'da yüzde 2 düzeyinde artmıştır(OSD, 2015, s. 5).

2014 yılı dünya motorlu taşıt üretiminde Çin 23,8 milyon adet ile ilk sırada liste başı olurken, 11,7 milyon adet ile ABD ikinci, 9,7 milyon adet ile Japonya da üçüncü sırada yer almışlardır. Türkiye ise 1.170 adetlik üretimi ile 90 milyonluk adet dünya motorlu araç üretiminde on beşinci olarak görülmektedir(OSD, 2015, s. 6).

2000 ve 2014 yılları aralığında dünya ve Türkiye üretimine bakıldığında, son 15 senede Türkiye'nin dünya motorlu taşıt üretiminde aldığı payın 2008 yılına kadar arttığı izlenmektedir. 2008 senesinden 2010 senesine kadar düşen pay 2011 senesinde tekrar yükselmiştir. Fakat 2012 ve 2013 senelerinde tekrar bir üretim payında azalma görülürken, 2014 senesinde tekrar yükselmiştir(OSD, 2015, s. 6,7).

5.4.3 Türkiye 'de Otomotiv Sektörü

Otomotiv sektörü Türkiye'de 1960'lı yıllar itibariyle önemli ilerlemeler kaydetmiştir. 1990'lı yıllara gelindiğinde sektörün ihracata dönük ve rekabetçi bir tutum sergilediğini ve yine 1990'lı yılların sonlarına doğru ise bu tutum sebebiyle, dünyanın önde gelen markalarının Türkiye'de Türk ortaklı otomotiv firma kurulumlarını ve yabancı otomotiv firmalarının üssüne dönüştüğü görülmektedir. Ana ve yan sanayisi bakımından otomotiv sektörü Avrupa'nın en büyük otobüs üreticisi ve hafif ticari araç üreticilerinden biri olmuştur. Otomotiv sanayi, yapısı itibariyle geniş bir istihdam alanı yaratmaktadır. Sürdürülebilir rekabet

ve uluslararası çapta üretim ve yönetim çerçevesinde yetenekli insan gücü bu sektörün temel taşı olarak görülmektedir(Ernst&Young, 2011, s. 3).

5.4.3.1 Sektörün Pazar Yapısı

2010 yılında Türkiye'deki otomotiv sektörünün pazar yapısına bakıldığında, toplam pazar 2009 senesi, aynı dönemine kıyasla yüzde 38 oranında artış göstererek 793bin adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Yine aynı dönemde otomobil pazarı ise yüzde 38 düzeyinde yükselerek pazar 510 bin adede ulaşmıştır(OSD, Mart 2011, s. 7,8,9).

2011 yılında toplam pazar 2010'a kıyasla % 15 oranında artmış ve 911 bin adet seviyesinde meydana gelmiştir. Otomobil pazarında % 16 oranında bir artış gerçekleşmiş ve Pazar 594 bin adede ulaşmıştır. Öte yandan 2010 yılı aralık ayı otomobil satışlarıyla kıyaslandığında yüzde 11 düzeyinde bir azalma gerçekleşmiştir. Bu azalma, kredi hacmini daraltmaya dönük TCMB'nin ekonomiyi soğutmak hedefiyle kredileri daraltmak adına aldığı kararların beraberinde, Türk Lirasındaki aşağı yönlü inişi bilhassa otomobil satışlarındaki artış hızını negatif yönde etkilemeyi sürdürdüğünü göstermektedir. 2010 yılına kıyasla hafif ticari araç pazarı % 20 azalmış, kamyon pazarı % 44, otobüs pazarı % 66, ağır ticari araç pazarı % 44 ve traktör pazarı % 62 oranlarında artmıştır(OSD, Temmuz,2012, s. 6,7,8,9).

2012 senesinin de Türkiye'de total pazar 2011 yılına kıyasla yüzde 12 oranında bir gerileme yaşamış ve 818 bin adet düzeyinde gerçekleşmiştir. 2012 senesi sonu itibariyle otomobil yüzde 6 oranında gerilemiştir. Bu gerileme 2011 senesinin aynı dönemine kıyasla bakıldığında, hafif ticari araç pazarında yüzde 18, ağır ticari araç pazarında yüzde 14, kamyon pazarında yüzde 16, otobüs pazarında yüzde 5 düzeylerindeki azalmalarla gerçekleşmiştir. 2012 yılında artan ÖTV, belirli araçlardaki azalan talep bu gerilemelerin altında yatan sebeplerdendir. Özellikle ticari araçlar ve ÖTV artışına maruz kalan hafif ticari araçlarda gün geçtikçe azalan talebinde tesiriyle ortaya çıkan ihracattaki daralma beraberinde üretimi de negatif yönde etkilemiştir(OSD, 2013, s. 9,10).

2013 senesinde toplam pazara bakıldığında bir önceki yıla göre yüzde 9 oranında bir artış ile 893 bin adetlik bir yükselme gerçekleşmiştir. Otomobil pazarında yüzde 19 düzeyine bir artış meydana gelmiş ve pazar 665 bin adede çıkmıştır. Ağır ticari araç pazarı 2012 senesine göre değişmezken, pazar 40 bin adet düzeyinde gerçekleşmiş bulunmaktadır.

Kamyon pazarı yüzde 8 oranında gerilerken, otobüs pazarı bilhassa şehir içi yolcu taşımacılığı isteğindeki artıştan yukarı yönlü etkilenerek % 67 gibi yüksek bir oranla artmış bulunmaktadır(OSD, 2014, s. 9,10).

2014 senesinde total pazar 2013 senesine kıyasla yüzde 10 azalmış ve 807 bin adet bandında gerçekleşmiştir. Otomobil pazarı yüzde 13 düşerken, bir önceki yıla kıyasla yerli otomobil pazarı % 7 oranında artış göstermiştir. 2013 yılına göre bakıldığında, 2014 yılında hafif ticari araç pazarı yüzde 4, ağır ticari araç pazarı yüzde 8, otobüs pazarı ise yüzde 66 gibi önemli bir oranda azalma göstermiştir. Otobüs pazarındaki bu azalmaya bilhassa belediye alımlarının sınırlı kalması sebep olmuştur. Ağır ticari araç pazarında ise önceki yıla göre kaydadeğer bir durum yaşanmadı ve pazar 40 bin adet seviyesinde tamamlandı. Kamyon pazarı yüzde 11, traktör pazarı ise yüzde 10 oranlarında artış göstermiştir(OSD, 2015, s. 8,9,10,12).

5.4.3.2 Üretim ve Kapasite

Türkiye’de 2010 yılında total imalat % 26 artış göstererek 1.095 bin adede ulaşmıştır. Otomobil üretiminde % 18, küçük kamyonunda yüzde 306, büyük kamyonunda % 176, minibüste % 44, kamyonette % 34, midibüste % 1 ve traktörde % 105 oranlarında artış gösterirken, otobüs üretimin de % 11 oranında bir düşüş gerçekleşmiştir. 2009 yılındaki küresel kriz etkisiyle üretim adetleri % 42 oranında düşerek gerçekleşen kapasite kullanım oranı, 2010 yılında üretimin artmasıyla % 72 oranında bir kapasite kullanımıyla tamamlanmıştır(OSD, Mart 2011, s. 10).

2011 yılının Aralık ayı verileri 2010 senesi aynı dönem verileriyle karşılaştırıldığında, total imalat % 7, otomobil üretimi ise % 10 oranlarında düşmüştür. Genel olarak 2011 yılına bakıldığında ise toplam üretim % 9, otomobil imalatında ise % 6 oranında bir artış göstermiştir. Büyük kamyon üretiminde % 60, küçük kamyonunda % 39, midibüste ve minibüste % 32, otobüste % 31, traktör de % 50 ve kamyonette % 8 oranlarında bir üretim artışı gerçekleşmiştir(OSD, Temmuz,2012, s. 9).

2012 yılındaki iç ve dış pazarda oluşan talep düşüşü dolayısıyla üretime de yansımıştır. 2011 senesine kıyasla total imalat yüzde 10, otomobil imalatı yüzde 10, küçük kamyonunda yüzde 40, büyük kamyonunda yüzde 20, kamyonette yüzde 11, otobüste yüzde 7 ve

traktörde yüzde 7 oranında bir azalma gerçekleşmiştir. Bunların yanı sıra 2012 yılında minibüste yüzde 31’lik bir artış ve midibüste yüzde 18 oranında artış meydana gelmiştir(OSD, 2013, s. 12).

2013 senesine bakıldığında 2012 senesi aynı dönemine göre üretim yüzde 5, otomobil imalatı% 10 oranında yükselme göstermiştir. Total imalat1.126 bin adet, otomobil imalatı 633 bin adet seviyelerine ulaşmıştır. Üretim, küçük kamyonunda % 57, otobüste % 30, minibüste yüzde 29, midibüste % 25 oranlarında artış gösterirken, kamyonette % 4, büyük kamyonunda % 3 ve traktörde % 4 oranıyla azalma gösterip, gerilemiştir(OSD, 2014, s. 12).

2014 senesinde 2013 senesinekiyasla total imalat% 45, otomobil imalatı% 38 oranında bir artış göstermiştir. Total üretim 1.170 bin adede, otomobil imalatı ise 733 bin adede ulaşmıştır. Büyük kamyonunda % 3, midibüste % 2, traktör üretiminde ise % 19 düzeyinde bir artış meydana gelmiştir. Bunlara karşın, küçük kamyonunda % 24, kamyonette % 12, minibüste % 6, otobüste % 23 oranlarında azalma ile gerileme gerçekleşmiştir(OSD, 2015, s. 12).

5.4.3.3 Sektörün Dış Ticaret Haddi

2010 yılında Türkiye’nin total taşıt aracı ihracatı % 20, otomobil ihracatı % 13, ticari araç ihracatı ise % 31 oranlarında artış göstermiştir. Türkiye’nin toplam ihracatı % 12, ithalatı % 32 artışla seyretmiş ve bu sebepler sonucu dış ticaret açığı da % 74 artış göstermiştir. Buna karşın, GTIP 87.00 ile tanımlanan otomotiv sanayi ürünlerinde ihracat % 13 oranında bir artış seyrederken, ithalat % 50 artmış ve 2009 yılının dış ticaret açığına kıyasla % 88 oranında bir azalmaya sebep olmuştur(OSD, Mart 2011, s. 14,15).

Türkiye’nin 2011 yılı total taşıt aracı ihracatı % 5 oranında yükselme göstererek 791 bin adet seviyesine ulaşmıştır. Otomobil ihracatı % 1, ticari araç ihracatı yüzde 11 oranında yükselmiştir. Uludağ ve Orta Anadolu İhracatçılar Birlikleri datalarına göre, ihracat 2011 yılında 2010 ‘a göre % 16 artarak 15,5 milyar \$ seviyesini yakalamıştır. Bunun yanı sıra, ithalat bu yılda 17.184 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki dış ticaret açığı ise 1,138 milyon \$ düzeyinde kayıtlara geçmiştir. 2010 yılına kıyasla, Türkiye’nin total ihracatı yüzde 19, ithalatı % 30 oranında artmış ve bunların sonucunda dış ticaret açığı da %48 oranında bir yükselişe geçmiştir (OSD, Temmuz,2012, s. 11,12).

2012 yılı içinde Türkiye'nin total taşıt aracı ihracatı % 7 oranında düşüş yaşayarak 745 bin adet düzeyine gerilemiştir. Otomobil ihracatı yüzde 7, ticari araç ihracatı yüzde 9 oranlarında 2011'e kıyasla gerilemiştir. Uludağ ve Orta Anadolu İhracatçıları Birlikleri datalarına göre, ihracat 2012 yılında 2011'ekıyasla % 5 azalarak 19,3 milyar \$ düzeyine ulaşmıştır. 2012 senesi 12 aylık dönem itibariyle sanayinin ihracatı tüm ithalata kıyasla dış ticaret fazlası vermiştir. 2011 yılına göre 2012 yılında Türkiye'nin total ihracatı % 12 artmış ve ithalatı % 2 oranında azalma göstermiştir. Bu sebeple dış ticaret açığı % 26 azalmış bulunmaktadır(OSD, 2013, s. 16).

Türkiye'nin otomobil ihracatı 2013 senesinde % 17 artış ile 485 bin adet seviyesine, ticari araç ihracatı ise % 9 oranında yukarı yönlü bir eğilim göstererek 485 bin adet düzeyine ulaşmıştır. 2012 yılına kıyasla, Türkiye'nin 2013 yılındaki toplam ihracatı aynı kalarak, değişmemiştir. İthalatına bakıldığında ise, % 6 oranında bir artış görülmektedir. Bu sebeple, dış ticaret açığı yüzde 19 artmıştır. Parasal olarak ifade etmek gerekirse, 2013 yılında 16.494 milyon \$ ithalata karşın, 16.532 milyon \$ ihracat meydana gelmiştir. Bu yıldaki dış ticaret fazlası ise 38 milyon \$ seviyesinde gerçekleşmiştir(OSD, 2014, s. 14,15).

2014 senesinde Türkiye'nin total taşıt ihracatı % 7 oranındaki artış ile 885 bin adet seviyesine ulaşmıştır. Otomobil ihracatı yüzde 20, traktör ihracatı % 13 seviyelerinde artmıştır. 2013 yılına kıyasla, Türkiye'nin total ihracatı % 4 yükselmiş, ithalatı ise % 4 oranında azalma göstermiştir. Bu sebeple dış ticaret açığında % 15 düzeyinde azalma meydana gelmiştir. Parasal olarak ifade edildiğinde, ithalat 15.400 milyon \$ iken, ihracat 15.948 milyon \$ olarak gerçekleşmiş ve dış ticaret fazlası ise 548 milyon \$ seviyesinde tamamlanmıştır (OSD, 2015, s. 14).

5.5 Aktif Bazlı Yaklaşım Yöntemlerine Göre Değerleme Sonuçları

Aktif bazlı yaklaşım yöntemleri çalışmanın ikinci bölümünde detaylandırılmıştır. Bu aşamada ilgili firmaların varlık yaklaşımı kapsamındaki değerlendirme yöntemleriyle firmaların 2010-2014 yılları arasındaki finansal durum tablolarına bakılarak, Microsoft Excel Programında tek tek değerlemeleri gösterilecektir.

5.5.1 Defter Değeri Yöntemine Göre Firmaların Değer Tespiti

Aktif bazlı yaklaşım yöntemi olan, defter değeri yöntemine göre değer tespiti, toplam aktiflerden, borçların çıkarılmasıyla bulunur. Bu noktada kullanılacak mali tablo, ilgili yıllardaki bilanço verileridir. Bu veriler Ek’lerde yer alan bilanço kalemlerine bakılarak hesaplamaya alınmıştır. Aşağı da otomotiv sektöründe yer alan, çalışmaya konu olan, borsaya kote 5 firmanın, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 yılları için defter değerleri tablolar içerisinde hesaplanmıştır.

Ford Otomotiv:

Ford Otosan firmasına ait EK 1 Bilançolar da yer alan verilere göre, sırasıyla 31.12.2010 tarihli bilançoya göre 2010 yılı Aktif Toplamı 3.335.080.040 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 1.128.434.076 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 451.601.933 TL, 31.12.2011 tarihli bilançoya göre 2011 yılı Aktif Toplamı 4.421.459.669 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 1.730.705.260 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 792.535.926 TL’dir. 31.12.2012 tarihli bilançoya göre 2012 yılı Aktif Toplamı 4.647.117.299 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 1.633.055.371 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.018.397.093 TL, 31.12.2013 tarihli bilançoya göre 2013 yılı Aktif Toplamı 5.991.190.219 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.396.989.476 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.357.596.409 TL iken, 31.12.2014 tarihli bilançoya göre 2014 yılı Aktif Toplamı 7.235.392.795 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.971.769.365 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.509.441.734 TL’dir.

Ford Otomotiv:

YILLAR	2010	2011	2012	2013	2014
AKTİF TOPLAMI	3.335.080.040	4.421.459.669	4.647.117.299	5.991.190.219	7.235.392.795
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	1.128.434.076	1.730.705.260	1.633.055.371	2.396.989.476	2.971.769.365
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	451.601.933	792.535.926	1.018.397.093	1.357.596.409	1.509.441.734
Defter Değeri	1.755.044.031	1.898.218.483	1.995.664.835	2.236.604.334	2.754.181.696

Tofaş :

Tofaş'a ait EK 2 Bilançolar da yer alan verilere göre, sırasıyla 31.12.2010 tarihli bilançoya göre 2010 yılı Aktif Toplamı 5.284.135 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.045.947 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları iken 1.532.313 TL, 31.12.2011 tarihli bilançoya göre 2011 yılı Aktif Toplamı 6.302.108 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.744.240 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.768.541 TL'dir. 31.12.2012 tarihli bilançoya göre 2012 yılı Aktif Toplamı 6.053.132 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.456.285 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.534.746 TL, 31.12.2013 tarihli bilançoya göre 2013 yılı Aktif Toplamı 5.928.202 TL , Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 2.565.712 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.463.676 TL iken, 31.12.2014 tarihli bilançoya göre 2014 yılı Aktif Toplamı 7.124.284 TL , Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 3.375.675 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 1.507.438 TL'dir.

Tofaş:

YILLAR	2010	2011	2012	2013	2014
AKTİF TOPLAMI	5.284.135	6.302.108	6.053.132	5.928.202	7.124.284
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	2.045.947	2.744.240	2.456.285	2.565.712	3.375.675
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	1.532.313	1.768.541	1.534.746	1.463.676	1.507.438
Defter Değeri	1.705.875	1.789.327	2.062.101	1.898.814	2.241.171

Otokar:

Otokar firmasına ait EK 3 Bilançolar da yer alan verilere göre, sırasıyla 31.12.2010 tarihli bilançoya göre 2010 yılı Aktif Toplamı 635.639.291 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 363.282.201 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları iken 98.855.812 TL, 31.12.2011 tarihli bilançoya göre 2011 yılı Aktif Toplamı 854.645.945 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 548.698.243 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 92.599.820 TL'dir. 31.12.2012 tarihli bilançoya göre 2012 yılı Aktif Toplamı 1.037.425.120 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 530.141.847 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 265.550.413 TL, 31.12.2013 tarihli bilançoya göre 2013 yılı Aktif Toplamı 1.375.250.156 TL, Kısa Vadeli Yabancı

Kaynakları 687.045.174 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 414.935.402 TL iken, 31.12.2014 tarihli bilançoya göre 2014 yılı Aktif Toplamı 1.235.552.386 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 634.919.068 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 356.305.942 TL'dir.

Otokar:

YILLAR	2010	2011	2012	2013	2014
AKTİF TOPLAMI	635.639.291	854.645.945	1.037.425.120	1.375.250.156	1.235.552.386
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	363.282.201	548.698.243	530.141.847	687.045.174	634.919.068
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	98.855.812	92.599.820	265.550.413	414.935.402	356.305.942
Defter Değeri	173.501.278	213.347.882	241.732.860	273.269.580	244.327.376

Karsan:

Karsan firmasına ait EK 4 Bilançolar da yer alan verilere göre, sırasıyla 31.12.2010 tarihli bilançoya göre 2010 yılı Aktif Toplamı 415.025.289 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 242.259.657 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları iken 61.926.160 TL, 31.12.2011 tarihli bilançoya göre 2011 yılı Aktif Toplamı 468.193.498 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 210.292.016 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 103.397.016 TL'dir. 31.12.2012 tarihli bilançoya göre 2012 yılı Aktif Toplamı 728.622.096 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 281.994.113 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 193.776.890 TL, 31.12.2013 tarihli bilançoya göre 2013 yılı Aktif Toplamı 1.031.492.699 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 221.400.515 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 476.626.904 TL iken, 31.12.2014 tarihli bilançoya göre 2014 yılı Aktif Toplamı 1.134.687.816 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 210.865.078 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 690.978.411 TL'dir.

Karsan:

YILLAR	2010	2011	2012	2013	2014
AKTİF TOPLAMI	415.025.289	468.193.498	728.622.096	1.031.492.699	1.134.687.816
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	242.259.657	210.292.016	281.994.113	221.400.515	210.865.078
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	61.926.160	103.397.016	193.776.890	476.626.904	690.978.411
Defter Değeri	110.839.472	154.504.466	252.851.093	333.465.280	232.844.327

Anadolu Isuzu:

Anadolu Isuzu firmasına ait EK 5 Bilançolar da yer alan verilere göre, sırasıyla 31.12.2010 tarihli bilançoya göre 2010 yılı Aktif Toplamı 330.028.419 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 160.874.027 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları iken 7.361.552 TL, 31.12.2011 tarihli bilançoya göre 2011 yılı Aktif Toplamı 352.219.109 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 168.577.045 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 8.496.101 TL'dir. 31.12.2012 tarihli bilançoya göre 2012 yılı Aktif Toplamı 425.818.514 TL, Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 187.451.634 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 72.301.211 TL, 31.12.2013 tarihli bilançoya göre 2013 yılı Aktif Toplamı 648.008.839 TL , Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 238.584.165 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 44.090.255 TL iken, 31.12.2014 tarihli bilançoya göre 2014 yılı Aktif Toplamı 692.637.224 TL , Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları 314.051.734 TL, Uzun Vadeli Yabancı Kaynakları 44.683.087 TL'dir.

Anadolu Isuzu:

YILLAR	2010	2011	2012	2013	2014
AKTİF TOPLAMI	330.028.419	352.219.109	425.818.514	648.008.839	692.637.224
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	160.874.027	168.577.045	187.451.634	238.584.165	314.051.734
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	7.361.552	8.496.101	72.301.211	44.090.255	44.683.087
Defter Değeri	161.792.840	175.145.963	166.065.669	365.334.419	333.902.403

5.5.2.Net Aktif Değeri Yöntemine Göre Firmaların Değer Tespiti

Aktifbazlı yaklaşım yöntemi olan, net aktif değeri yöntemine göre değer tespitinde kullanılacak mali tablo, ilgili yıllardaki bilanço verileridir. Bu veriler Ek'lerde yer alan bilanço kalemlerine bakılarak hesaplamaya alınmıştır. Net aktif değeri bulunurken, firmanın varlıklarının piyasa değerinden, borçlarının piyasa değeri çıkarılır. Aşağı da otomotiv sektöründe yer alan, çalışmaya konu olan, borsaya kote5 firmanın, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 yıllarındaki net aktif değeri yöntemine göre değerleri tablolar içerisinde hesaplanmıştır.

Ford için, net aktif değeri değişkenleri Ek'lerde mevcut olan, 2010 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 463.925.506 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 510.318.057 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 2.275.749.709 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 1.058.400.259 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.164.240.285 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 42.299.562TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 46.529.518,20 TL olarak hesaplanmıştır.

2011 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 724.972.219 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı797.469.441TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 3.089.000.716TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 1.108.089.000 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.218.897.900TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 28.777.170 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 31.654.887 TLolarak hesaplanmıştır.

2012 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 678.220.879 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı746.042.966,90TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 2.408.110.237TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 238.360.675 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 262.196.743 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 238.360.675 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 262.196.742 TL olarak hesaplanmıştır.

2013 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 563.888.556 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 620.277.412 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 2.419.625.590 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 415.312.279 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 456.843.507 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 415.312.279 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 456.843.507 TL olarak hesaplanmıştır.

2014 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 585.077.396 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 643.585.136 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 2.900.402.417 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 3.128.382.584 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 3.441.220.842 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 520.390.100 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 572.429.110 TL olarak hesaplanmıştır. Borçların ise bilanço değerleri esas alınmıştır.

FORD	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler	3.335.080.040	4.421.459.669	4.647.117.299	5.991.190.219	7.235.392.795
Dönen Varlıklar Toplamı	2.229.357.158	3.089.000.716	2.438.262.072	2.443.438.405	2.958.148.243
Duran Varlıklar Toplamı	1.105.722.882	1.332.458.953	2.208.855.227	3.547.751.814	4.277.244.552

FORD	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler Piyasa Değeri	3.491.542.573,20	4.607.643.508,00	4.894.421.334,30	6.312.217.207,60	7.658.777.803,00
Dönen Varlıklar Piyasa Değeri	2.275.749.709,00	3.161.497.938,00	2.506.084.159,90	2.499.827.260,60	3.016.655.982,60
Duran Varlıklar Piyasa Değeri	1.215.792.864,20	1.446.145.570,00	2.388.337.174,40	3.812.389.947,00	4.642.121.820,40
Toplam Borçlar Piyasa Değeri	1.580.036.009,00	2.523.241.186,00	2.651.452.464,00	3.754.585.885,00	4.481.211.099,00
Net Aktif Değeri	1.911.506.564,20	2.084.402.322,00	2.242.968.870,30	2.557.631.322,60	3.177.566.704,00

Tofaş için, net aktif değeri değişkenleri Ek'lerde mevcut olan, 2010 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 322.043 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 354.247,30 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 2.804.564,30 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 1.241.018 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.365.119,80 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 866.746 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 953.420,60 TL olarak hesaplanmıştır.

2011 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 380.052 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 418.057,20 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 3.604.651,20 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 1.305.296 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.435.825,60 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 782.208 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 860.428,80 TL olarak hesaplanmıştır.

2012 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 383.752 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 422.127,20 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen

Varlık Piyasa Değeri 3.604.132,20 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 1.255.773 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.381.350,30 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 684.061 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 752.467,10 TL olarak hesaplanmıştır.

2013 senesindeki bilanço'ya göre firmanın Stokları 379.433 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 417.376,30 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 3.443.487,30 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 1.261.168 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.387.284,80 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 622.867 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 685.153,70 TL olarak hesaplanmıştır.

2014 senesindeki bilanço'ya göre firmanın Stokları 453.239,00 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 498.562,90 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 3.858.375 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 1.621.362 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 1.783.498,20 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 894.705 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 984.175,50 TL olarak hesaplanmıştır. Borçların ise bilanço değerleri esas alınmıştır.

TOFAŞ	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler	5.284.135	6.302.108	6.053.132	5.928.202	7.124.284
Dönen Varlıklar Toplamı	2.772.360	3.566.646	3.565.757	3.405.544	3.813.051
Duran Varlıklar Toplamı	2.511.775	2.735.462	2.487.375	2.522.658	3.311.233

TOFAŞ	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler Piyasa Değeri	5.527.115,70	6.548.863,60	6.285.490,6	6.154.548,8	7.421.214,60
Dönen Varlıklar Piyasa Değeri	2.804.564,30	3.604.651,20	3.604.132,2	3.443.487,3	3.858.375,00
Duran Varlıklar	2.722.551,40	2.944.212,40	2.681.358,4	2.711.061,5	3.562.839,70

Piyasa Değeri					
Toplam Borçlar	3.578.260	4.512.781	3.991.031	4.029.388	4.883.113
Piyasa Değeri					
Net Aktif Değeri	1.948.855,70	2.036.082,60	2.294.459,6	2.125.160,80	2.538.101,60

Otokar için, net aktif değeri değişkenleri Ek'lerde mevcut olan, 2010 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 100.565.170 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 110.621.687 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 441.653.453 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 99.137.629 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 109.051.392 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 55.520.950 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 61.073.045 TL olarak hesaplanmıştır.

2011 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 168.551.835 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 185.407.019 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 592.376.916 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 113.300.891 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 124.630.980 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 71.474.322 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 78.621.754 TL olarak hesaplanmıştır.

2012 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 252.632.987 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 277.896.285,70 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 705.432.259 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 125.112.154 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 137.623.369 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 100.041.870 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 110.046.057 TL olarak hesaplanmıştır.

2013 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 297.797.165 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 327.576.881,50 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 705.432.259 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 120.842.623 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 132.926.885,30

TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 126.292.737 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 138.922.010,70 TL olarak hesaplanmıştır.

2014 senesindeki bilanço'ya göre firmanın Stokları 264.162.428 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 290.578.670,80 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 698.475.177 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 112.260.055 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 123.486.060,50 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları 141.447.509 TL ise iken, %10 enflasyon varsayımı ile 155.592.259,90 TL olarak hesaplanmıştır. Borçların ise bilanço değerleri esas alınmıştır.

Otokar Otomotiv	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler	635.639.291	854.645.945	1.037.425.120	1.375.250.156	1.235.552.386
Dönen Varlık Toplamı	431.596.936	575.521.732	680.168.960	797.943.771	672.058.934
Duran Varlık Toplamı	204.042.355	279.124.213	357.256.160	577.306.385	563.493.452

Otokar Otomotiv	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler Piyasa Değeri	661.161.666	889.978.650	1.085.203.821	1.429.743.409	1.287.339.385
Dönen Varlıklar Piyasa Değeri	441.653.453	592.376.916	705.432.259	827.723.488	698.475.177
Duran Varlıklar Piyasa Değeri	219.508.213	297.601.734	379.771.562	602.019.921	588.864.208
Toplam Borçlar Piyasa Değeri	426.138.013	641.298.063	795.692.260	1.101.980.576	991.225.010
Net Aktif Değeri	235.023.653	248.680.587	289.511.561	327.762.833	296.114.375

Karsan için, net aktif değeri değişkenleri Ek'lerde mevcut olan, 2010 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 70.255.321 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 77.280.853 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 161.685.245 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 217.539.890 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 239.293.879 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 22.513.405 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 24.764.746 TL olarak hesaplanmıştır.

2011 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 70.896.691 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 77.986.360 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 193.811.464 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 243.989.509 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 268.388.460 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 22.936.425 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 25.230.068 TL olarak hesaplanmıştır.

2012 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 176.673.538 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 194.340.892 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 372.850.070 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 331.565.716 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 364.722.288 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 373.439.380 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 30.278.985 TL olarak hesaplanmıştır.

2013 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 96.118.874 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 105.730.761 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlendirilmesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 455.175.670 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 295.778.784 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 325.356.662 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 92.640.348 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 101.904.383 TL olarak hesaplanmıştır.

2014 senesindeki bilanço'ya göre firmanın Stokları 90.189.394 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 99.208.333 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 349.968.829 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 409.092.583 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 450.001.841 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 148.425.489 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 163.268.038 TL olarak hesaplanmıştır. Borçların ise bilanço değerleri esas alınmıştır.

Karsan Otomotiv	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Toplam Aktifler	415.025.289	468.193.498	728.622.096	1.031.492.699	1.134.687.816
Dönen Varlık Toplamı	154.659.713	186.721.795	355.182.716	445.563.783	340.949.890
Duran Varlık Toplamı	260.365.576	281.471.703	373.439.380	585.928.916	793.737.926

Karsan Otomotiv	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler Piyasa Değeri	446.056.151	501.975.761	782.198.656	1.079.946.500	1.199.458.563
Dönen Varlıklar Piyasa Değeri	161.685.245	193.811.464	372.850.070	455.175.670	349.968.829
Duran Varlıklar Piyasa Değeri	284.370.906	308.164.296	409.348.587	624.770.829	849.489.733
Toplam Borçlar Piyasa Değeri	304.185.817	313.689.032	475.771.003	698.027.419	901.843.498
Net Aktif Değeri	141.870.334	188.286.729	306.427.653	381.919.081	297.615.065

Anadolu Isuzu için, net aktif değeri değişkenleri Ek'lerde mevcut olan, 2010 senesindeki bilanço'ya göre firmanın Stokları 135.310.450 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 148.841.495TL olmuştur.

Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 258.080.860 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 64.847.596 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 71.332.356 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 10.864.354 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 11.950.789 TL olarak hesaplanmıştır.

2011 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 131.728.762 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 144.901.638 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 281.347.016 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıkları 61.813.717 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 67.995.089 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 14.006.261 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 15.406.887 TL olarak hesaplanmıştır.

2012 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 155.722.136 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 171.294.350 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 357.395.963 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 55.994.613 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 61.594.074 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 17.786.980 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 19.565.678 TL olarak hesaplanmıştır.

2013 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 148.170.807 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 162.987.888 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 569.655.608 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 65.199.149 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 71.719.064 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 24.551.268 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 27.006.395 TL olarak hesaplanmıştır.

2014 senesindeki bilançoya göre firmanın Stokları 221.883.025 TL'dir ve bu tutar üzerinden %10 enflasyon varsayımına tabi tutularak, yeniden değerlendirilmiş tutarı 244.071.328 TL olmuştur. Net Aktif Değeri yöntemi çerçevesinde stokların yeniden değerlemesiyle Dönen Varlık Piyasa Değeri 600.162.090 TL olmuştur. Maddi Duran Varlıklar 78.011.614 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile piyasa değeri 85.812.775 TL, Maddi Olmayan Duran Varlıkları ise 34.290.920 TL iken, %10 enflasyon varsayımı ile 37.720.012 TL olarak hesaplanmıştır. Borçların ise bilanço değerleri esas alınmıştır.

Anadolu Isuzu	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler	330.028.419	352.219.109	425.818.514	648.008.839	692.637.224
Dönen Varlık Toplamı	244.549.815	268.174.140	341.823.749	554.838.527	577.973.787
Duran Varlık Toplamı	85.478.604	84.044.969	83.994.765	93.170.312	114.663.437

Anadolu Isuzu	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Aktifler					
Piyasa Değeri	351.130.659	372.973.983	448.768.887	671.800.961	726.055.780
Dönen Varlıklar Piyasa Değeri	258.080.860	281.347.016	357.395.963	569.655.608	600.162.090
Duran Varlıklar Piyasa Değeri	93.049.799	91.626.967	91.372.924	102.145.354	125.893.690
Toplam Borçlar					
Piyasa Değeri	168.235.579	177.073.146	259.752.845	282.674.420	358.734.821
Net Aktif Değeri	182.895.080	195.900.837	189.016.042	389.126.541	367.320.959

5.6.Finansal Risk Değerlerinin Analizi

Finansal risk olarak, seçilen firmaların 2010-2014 yılları arasında karşılaştırılacağı riskler; enflasyon riski, kur riski ve faiz riski olarak belirlenmiştir. Bu riskler seçilirken otomotiv sektörünün ve ilgili firmaların halka açık olarak sunulan yıllık raporları içerisinde yer alan dipnotlarına bakılmıştır.

Enflasyon verileri seçilirken 2010-2014 yılları arasında gerçekleşen enflasyon oranları baz alınmıştır. Gerçekleşen enflasyon oranları 2010 yılında enflasyon %6,4 iken, 2011 yılında % 62,5'lik bir artışla %10,4 olmuştur. 2012 yılında ise bir önceki yıla göre %40'lık bir düşüşle %6,20 olmuştur. 2013 yılında bir önceki yıla göre %19'luk bir artışla enflasyon oranı %7,40 olmuştur. 2014 yılına bakıldığında enflasyon oranı bir önceki yıla göre %10,8'lik bir artış göstererek %8,20 oranında bir rakama ulaşmıştır. Aşağıda 2010-2014 yılları arasında hedeflenen,gerçekleşen enflasyon oranlarıyla, hedeften sapmaları gösterilmektedir(Sever & İğdeli, 2015).

Yıllar	Enflasyon Hedefi %	Gerçekleşen Enflasyon Oranı %	Hedeften Sapma %
2010	6,5	6,4	2
2011	5,50	10,40	94
2012	5,00	6,20	14
2013	5,00	7,40	48
2014	5,00	8,20	64

Kur riskine bakılırken, çalışmaya konu olan firmaların ağırlıklı olarak kullandıkları döviz cinsleri seçimine dikkat edilmiştir. Sıklıkla kullanılan döviz cinsleri Euro ve Dolar'dır.

Aşağıda 2010-2014 yılları arasında Euro ve Dolar'ın yıllık ortalama satış oranları verilmektedir(<https://www.tcmb.gov.tr/>):

Yıllar	Euro (€)	Dolar (\$)
2010	1,9991	1,5084
2011	2,3338	1,6788
2012	2,3151	1,8007
2013	2,5316	1,9061
2014	2,9112	2,1921

2011 yılında, 2010 yılına göre ortalama yıllık Euro değeri, Türk Lirası karşısında değerini %16,7 oranında arttırırken, 2012 senesinde %0,80'lik bir düşüş yaşamıştır. 2013 senesinde önceki yıla göre %9,3'lük bir artış, 2014 senesinde ise %14,99 oranında da bir artış seyretmiştir.

2011 yılında, 2010 yılına göre ortalama yıllık Dolar değeri, Türk Lirası karşısında değerini %11,2 oranında arttırırken, 2012 senesinde de %7'lik bir artış yaşamıştır. 2013

senesinde önceki yıla göre %5,8'lik bir artış, 2014 senesinde ise %15 oranında bir artış seyretmiştir.

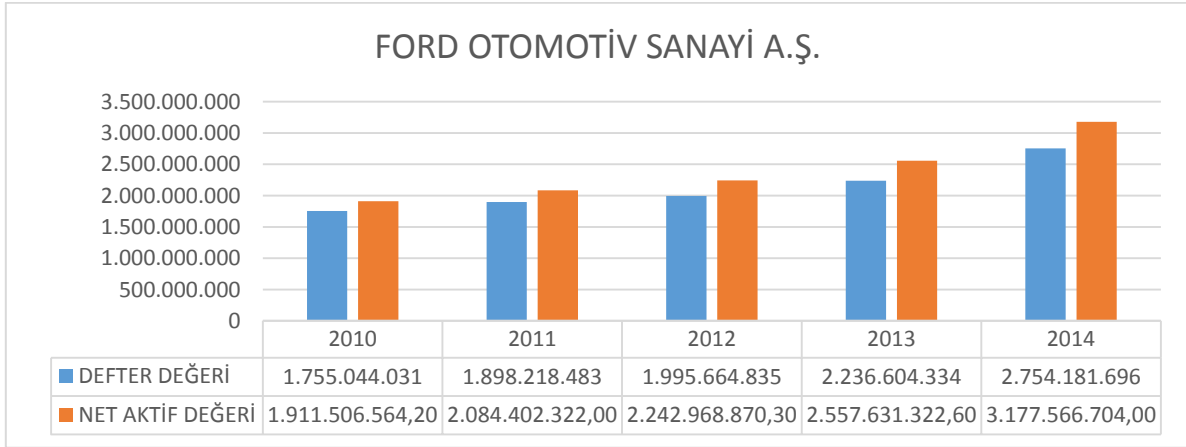
Faiz riskine bakıldığında, firmaların borçlanmalarını ticari krediler aracılığıyla da yaptığı görülmüştür.

Aşağıda verilen sayılardan yola çıkarak, 2011 yılında, 2010 yılına göre ticari kredi oranı, %21, 2012 yılında bir önceki yıla göre %29 artmıştır. 2013 yılında bir önceki yıla göre %22 oranında bir düşüş yaşanmıştır. 2014 senesinde ise %24,5'lik bir artış oranı görülmektedir(<https://www.tcmb.gov.tr/>).

Yıllar	Ticari Kredi Oranları (%)
2010	8,91
2011	10,82
2012	13,95
2013	10,84
2014	13,50

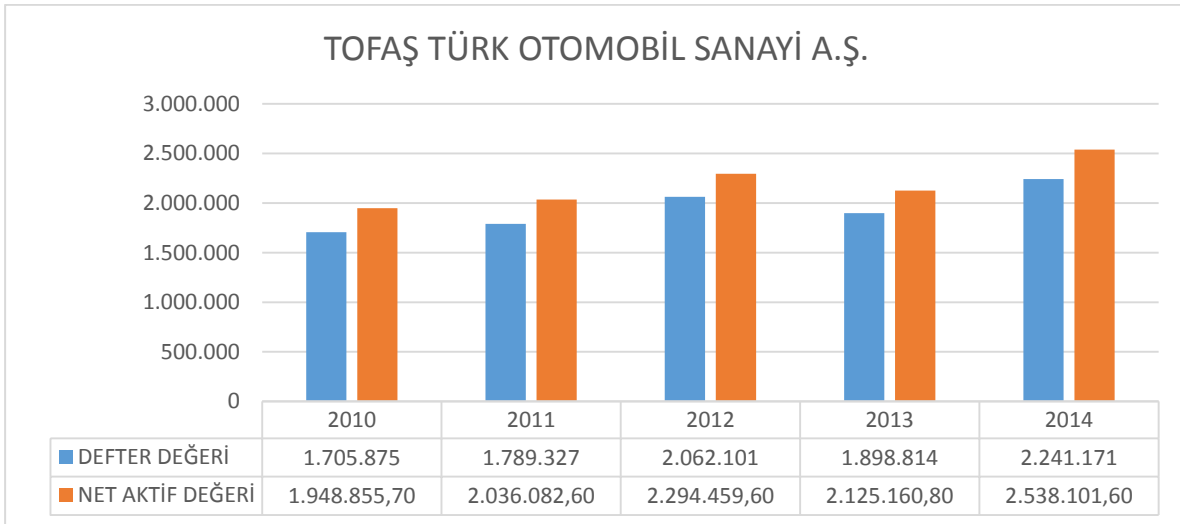
5.7Değerleme Sonuçları ile Finansal Risklerin Grafikler Üzerinde Gösterilmesi

Ford Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. için, varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri 2010-2014 seneleribilanço verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Yıllara göre bakıldığında hem defter değerlerinde, hem de net aktif değerinde yükselişler görülmektedir.Net aktif değeri hesaplanırken %10 oranındaki tahmini enflasyon artışları belli varlık kalemlerini etkilemiştir.Defter değeri 2011 yılında, bir önceki yıla göre %8,15 oranında, 2012 yılında önceki yıla göre %5, 2013 yılında %12 ve 2014 yılında %23 oranında artmıştır. Net aktif değeri ise önceki yıla göre 2011 yılında %9, 2012 yılında %7, 2013 yılında %14 ve 2014 yılında %24,2 oranında artmıştır.



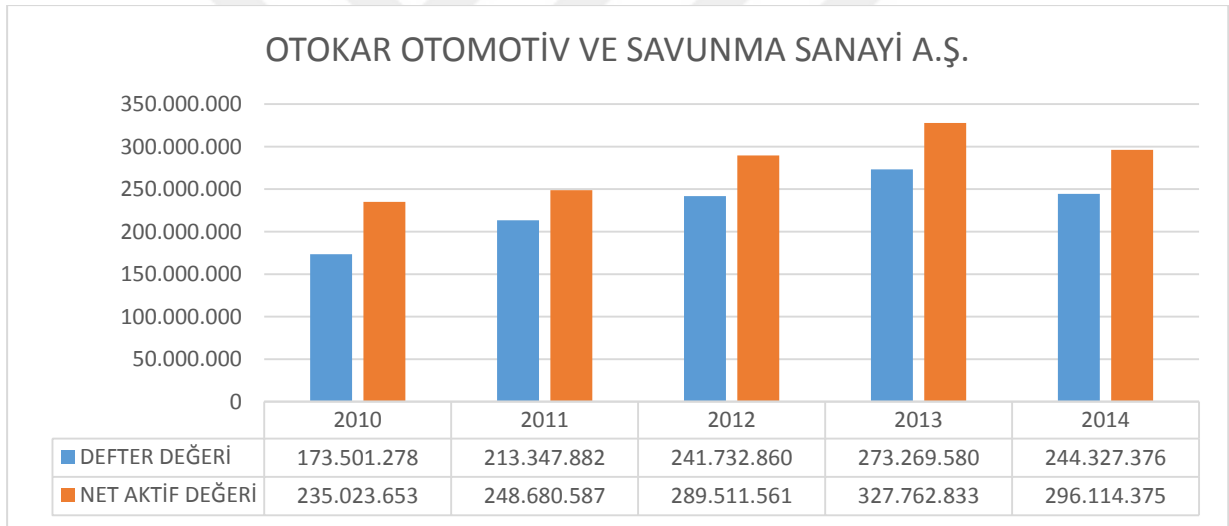
Şekil 2.Ford Otomotiv A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri

Tofaş Türk Otomobil Sanayi A.Ş. için, varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri 2010-2014 seneleri bilanço verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Net aktif değeri hesaplanırken %10 oranındaki tahmini enflasyon artışları belli varlık kalemlerini etkilemiştir. Defter değeri 2011 yılında, bir önceki yıla göre %4,8 oranında, 2012 yılında önceki yıla göre %15,2 oranlarında artmıştır. 2013 yılında %7,4 oranında azalmıştır. 2014 yılında ise defter değeri, bir önceki yıl %18 oranında artmıştır. Net aktif değeri ise önceki yıla göre 2011 yılında %4,4, 2012 yılında %12,6 oranlarında artmıştır. 2013 yılında ise %7,3 oranında bir önceki yıla göre azalmıştır. 2014 yılında, bir önceki yılki azalan net aktif değeri karşısında,%19 oranında artmıştır.



Şekil 3.Tofaş Türk Otomobil A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri

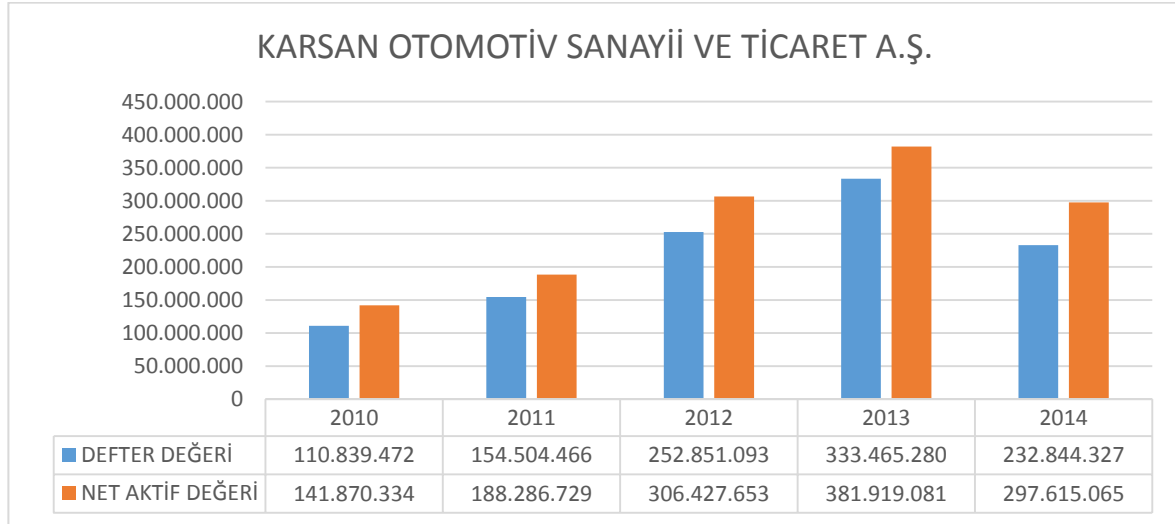
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. için, varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri 2010-2014 seneleri bilanço verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Yıllara göre bakıldığında hem defter değerlerinde, hem de net aktif değerinde yükselişler görülmektedir. Net aktif değeri hesaplanırken %10 oranındaki tahmini enflasyon artışları belli varlık kalemlerini etkilemiştir. Defter değeri 2011 yılında, 2010 yılına göre %22,9 oranında, 2012 yılında önceki yıla göre %13, 2013 yılında %13 oranlarında artmış ve 2014 yılında %11 oranında azalmıştır. Net aktif değeri ise önceki yıla göre 2011 yılında %6, 2012 yılında %16, 2013 yılında %13 oranlarında artmış ve 2014 yılında %10 oranında azalmıştır.



Şekil 4.Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri

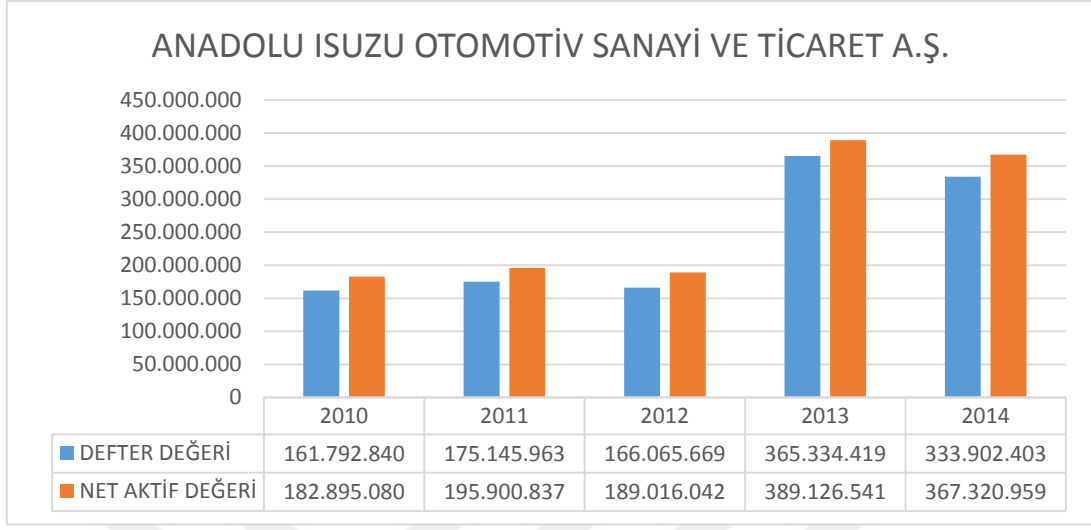
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. için, varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri 2010-2014 seneleri bilanço verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Yıllara göre bakıldığında hem defter değerlerinde, hem de net aktif değerinde yükselişler görülmektedir. Net aktif değeri hesaplanırken %10 oranındaki tahmini enflasyon artışları belli varlık kalemlerini etkilemiştir. Defter değeri 2011 yılında, bir önceki yıla göre %39 oranında, 2012 yılında önceki yıla göre %64, 2013 yılında %32 oranlarında artmış ve

2014 yılında bir önceki yıla göre %30 oranında azalmıştır. Net aktif değeri ise önceki yıla göre 2011 yılında %33, 2012 yılında %63, 2013 yılında %25 oranlarında artmış ve 2014 yılında %22 oranında bir önceki yıla göre azalmıştır.

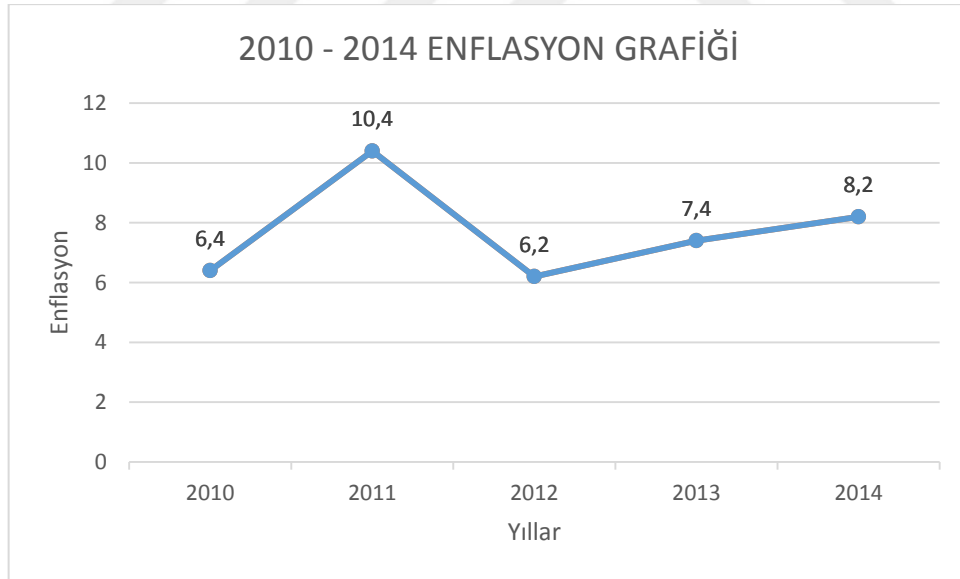


Şekil 5.Karsan Otomotiv ve SanayiiA.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri

Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. için, varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden defter değeri ve net aktif değeri 2010-2014 seneleri bilanço verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Yıllara göre bakıldığında hem defter değerlerinde, hem de net aktif değerinde yükselişler görülmektedir. Net aktif değeri hesaplanırken %10 oranındaki tahmini enflasyon artışları belli varlık kalemlerini etkilemiştir. Defter değeri 2011 yılında, 2010 yılına kıyasla %8 oranında artmışken, 2012 yılında önceki yıla bazla %5 oranında azalmıştır. 2013 yılında defter değeri %120 oranında yüksek bir oranla artışla hesaplanmıştır. 2014 yılında defter değeri bir önceki yıla göre %9 oranında azalmıştır. Net aktif değeri ise 2011 yılında, bir önceki yıla göre %7 oranında artmışken, 2012 yılında önceki yıla göre %4 oranında azalma hesaplanmıştır. 2013 yılında defter değeri %106 oranında yüksek bir oranla artışla hesaplanmıştır. 2014 yılında defter değeri bir önceki yıla göre %6 oranında azalmıştır.



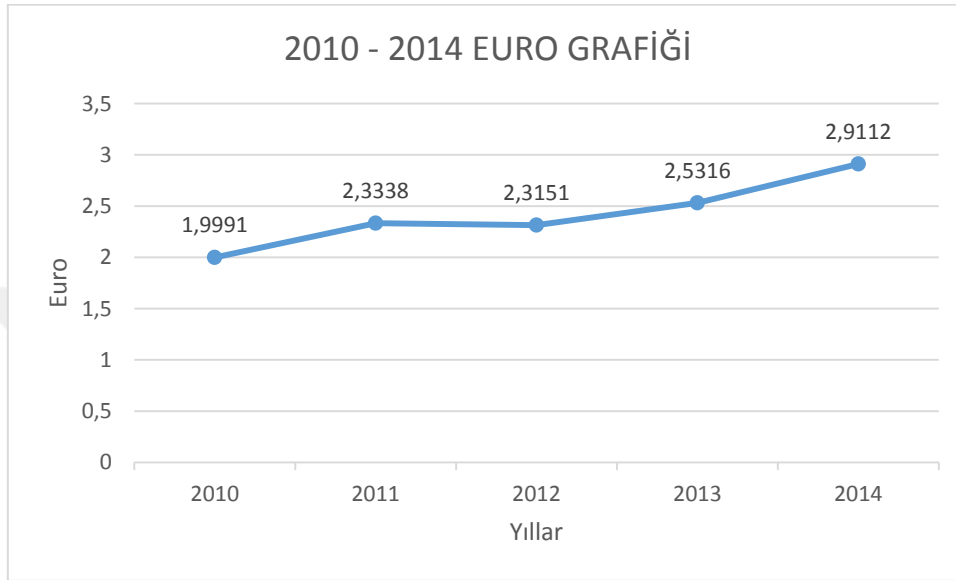
Şekil 6. Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. Yıllara Göre Defter Değeri Ve Net Aktif Değeri



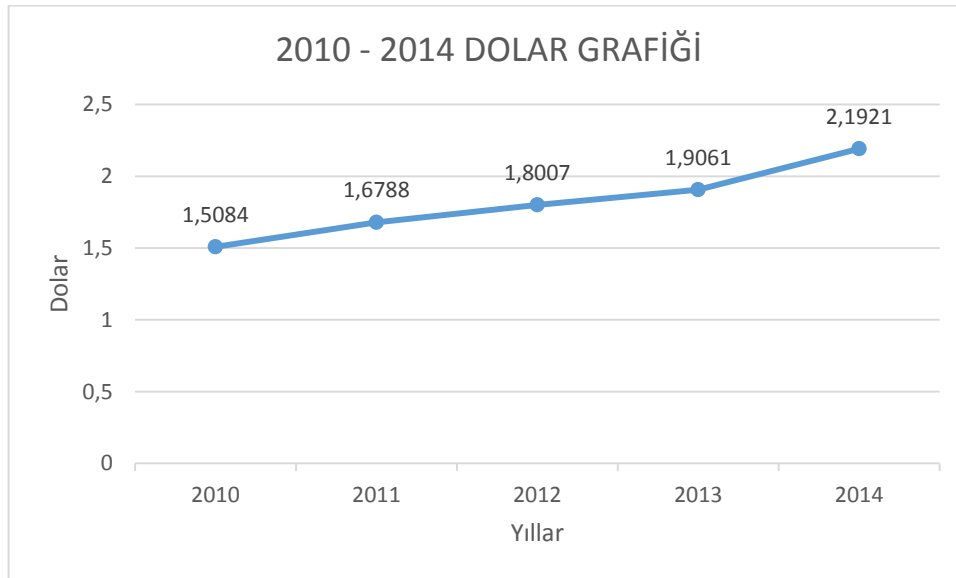
Şekil 7. 2010-2014 Yılları Enflasyon Oranları

2010 yılında yıllık enflasyon %6,4 iken, 2011 yılında enflasyon yukarı yönlüdür ve önceki yıla göre %62,5'lik bir oranla artmıştır. Grafikte de görülen bu yukarı yönlü enflasyon

oranları, paranın satın alma gücündeki azalmayı gösteren bir göstergedir. 2012 yılındaki %40'lık enflasyon gerilemesi fiyatlar genel seviyesindeki artış hızına dair bir yavaşlama olduğunun bir göstergesidir. Enflasyonun düşmesi refah ve istikrar durumlarını ifade edebilmektedir. 2013 ve 2014 yıllarında da yukarı yönlü bir enflasyon oranları görülmektedir.

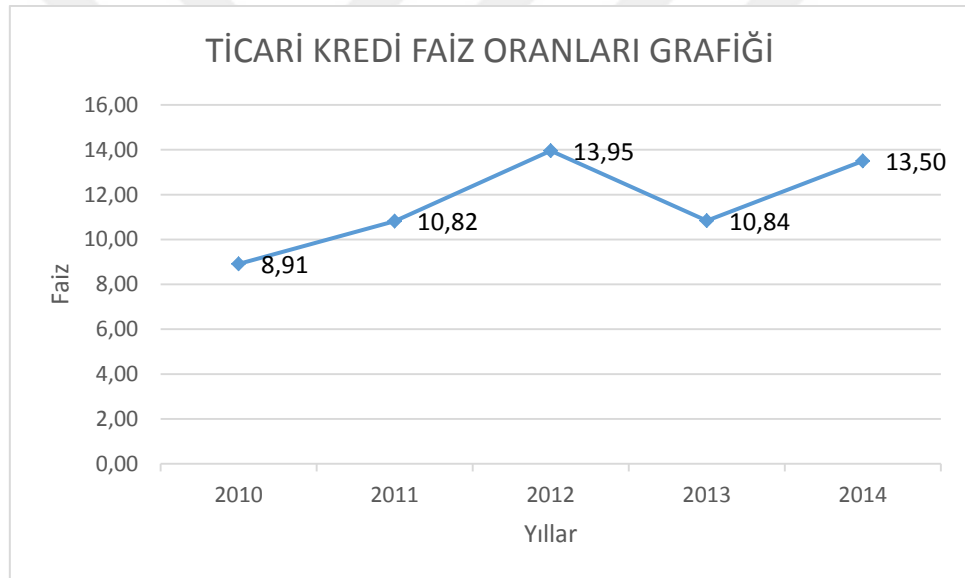


Şekil 8.2010-2014 Yılları Euro Oranları



Şekil 9.2010-2014 Yılları Dolar Oranları

Türkiye gibi özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurları ve yaşanan dalgalanmalar sıkı bir şekilde takip edilir. Döviz kurlarında meydana gelen değişimlere birçok etken sebep olabilmektedir. Bu değişimler, ulusal ve uluslararası düzeyde yaşanan politik durumlar, faiz ve enflasyon oranlarındaki değişimler, genel ekonomik politikalar gibi birçok durumdan kaynaklı olabilmektedir. 2010-2014 yılları Euro grafiğine bakıldığında, Euro sadece 2012 senesinde %0,8’lik bir oranla Türk Lirası karşısındaki gücünü kaybetmiştir. 2010, 2011, 2013, 2014 senelerinde ise Euro artışta olup, Türk Lirası karşısında değerini arttırmıştır. 2010-2014 yıllarındaki, ortalama yıllık Dolar kuru oranı genel olarak artış göstererek, Dolar, Türk Lirası karşısındaki değerini arttırmıştır.



Şekil 10.2010-2014 Yılları Ticari Kredi Faiz Oranları

Ticari krediler, firmaların kısa süreli nakit ihtiyacını karşılamak üzere, kısa vade de sağlanan kredilerdir. Uzun vadede yatırım için kullanılan krediler ise işletme kredileri olarak adlandırılmaktadır. 1990’lı senelerde yapılan bazı çalışmalar sonucu, faiz oranlarındaki değişikliklerin kredi faiz oranlarına kısa vadeden ziyade uzun vadedeki kredilere daha fazla yansımış ve geçişkenliğin daha fazla olduğunu göstermiştir(Çavuşoğlu, 2010, s. 25,75).

2010-2014 yılları arasında 2012 yıllarında en yüksek ortalamaya ulaştığı görülmektedir. Bu yükselme eğilimleri yatırımların azalması, harcamaktan çok tüketiciler de

bir tasarruf etkisi yaratıp, piyasaların durgun seyretmesine sebep olabilmektedir. Bir önceki yıl olan 2012'ye göre kredi faiz oranı 2013 yılında %22 oranında azalarak 2011 yılıyla aynı orandaki yıllık ortalama ticari kredi seviyesinde görülmüştür.

5.8.Değerleme ve Analiz Sonuçları

Otomotiv sektöründen, borsaya kote olarak seçilen Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. , Tofaş Türk Otomobil Sanayi A.Ş. , Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. , Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. ve Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmalarının 2010, 2011, 2012, 2013,2014 yıllarındaki bilanço verilerinden hareketle varlık bazlı değerlendirme yöntemlerinden olan defter değeri ve net aktif değeri yöntemlerine göre bulunan sonuçlar, her bir firma için grafikler üzerinde gösterilmiştir. Yine aynı yıllar için tespit edilen enflasyon, döviz ve faiz oranı olarak seçilen finansal risklerinde değişimi grafiklerle de gösterilmiştir.

Aşağıdaki tablolarda firmaların varlık yaklaşımına göre değerlendirme yöntemlerinden olan defter değeri yöntemi ve net aktif değeri yöntemine göre 2010-2014 yılları arasındaki değerlendirme sonuçları ve 2010-2014 yılları arasındaki enflasyon, döviz (Euro,Dolar) ve ticari kredi oranları sırasıyla verilmiştir.

DEFTER DEĞERİ	FORD	TOFAŞ	OTOKAR	KARSAN	ANADOLU ISUZU
2010	1.755.044.031	1.705.875	173.501.278	110.839.472	161.792.840
2011	1.898.218.483	1.789.327	213.347.882	154.504.466	175.145.963
2012	1.995.664.835	2.062.101	241.732.860	252.851.093	166.065.669
2013	2.236.604.334	1.898.814	273.269.580	333.465.280	365.334.419
2014	2.754.181.696	2.241.171	244.327.376	232.844.327	333.902.403

NET AKTİF DEĞERİ	FORD	TOFAŞ	OTOKAR	KARSAN	ANADOLU ISUZU
2010	1.911.506.564,20	1.948.855,70	235.023.653	141.870.334	182.895.080
2011	2.084.402.322,00	2.036.082,60	248.680.587	188.286.729	195.900.837
2012	2.242.968.870,30	2.294.459,60	289.511.561	306.427.653	189.016.042
2013	2.557.631.322,60	2.125.160,80	327.762.833	381.919.081	389.126.541
2014	3.177.566.704,00	2.538.101,60	296.114.375	297.615.065	367.320.959

FİNANSAL RİSKLER	Enflasyon	Euro	Dolar	Ticari Kredi Oranları
2010	6,4	1,9991	1,5084	8,91
2011	10,4	2,3338	1,6788	10,82
2012	6,2	2,3151	1,8007	13,95
2013	7,4	2,5316	1,9061	10,84
2014	8,2	2,9112	2,1921	13,50

Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.'nin 2010 ve 2014 yılları arasında defter ve net aktif değeri yıldan yıla artmıştır. Bu artışlar karşısında söz konusu finansal risklerde yaşanan ve grafiklerde gösterilen dalgalanmalar, değerlendirme sonuçlarında aynı yıllar itibariyle yansımamıştır. 2011 yılında bir önceki yıla göre enflasyon oranı %62,5 artmasına rağmen, firma değerinde bir azalma görülmemiştir.

Tofaş Türk Otomobil Sanayi A.Ş.'nin 2010 ve 2014 yılları arasında defter ve net aktif değeri sonuçları genel olarak artmıştır. 2011 yılında bir önceki yıla göre enflasyon oranı %62,5 artmasına rağmen, firma değerinde bir azalma görülmemiştir. 2013 yılı defter değeri ve net aktif değerinde önceki yıla göre düşmüştür. Finansal risk tablosu ve grafiklerinden hareketle 2013 yılında bir önceki yıla göre enflasyon, Euro ve Dolar yıllık oranları artarken, ticari kredi faizlerinde düşüş yaşanmıştır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.'nin 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında defter ve net aktif değerleri artmıştır. 2011 yılında yaşanan enflasyon artışı karşısında, varlık bazlı değerlendirme yaklaşımları metodlarına göre bulunan değerlendirme sonuçları da artmış görülmektedir. 2014 yılında ise önceki yıla göre defter ve net aktif değeri sonuçları firma değerinin azaldığını göstermiştir. Buna karşılık 2014 yılında önceki yıla kıyasla, enflasyon, Euro ve Dolar ve faiz yıllık oranları artmıştır. Yükselen finansal risk oranları firma değerinin düşmesine 2014 yılı için etkili bulunabilir.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş. 'nin 2010 ve 2013 yıllarında defter ve net aktif değerleri artmıştır. 2011 yılında bir önceki yıla göre enflasyon oranı %62,5 artmasına rağmen, firma değerinde bir azalma görülmemiştir. 2014 yılında ise önceki yıla göre defter ve net aktif değeri sonuçları firma değerinin azaldığını göstermiştir. Buna karşılık 2014 yılında

önceki yıla kıyasla, enflasyon, Euro ve Dolar ve faiz yıllık oranları artmıştır. Yükselen finansal risk oranları firma değerinin düşmesine 2014 yılı için etkili bulunabilir.

Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. için 2012 yılında defter değeri ve net aktif değeri önceki yıla göre düşmüştür. Finansal risklere bakıldığında, enflasyon önceki yıla göre %40, Euro %0,80 düşmüştür. Dolarda ve faiz oranlarında da önceki yıla kıyasla artış görülmektedir. 2014 yılına bakıldığında yine defter ve net aktif değerleme sonuçları 2013 yılına göre düşmüştür. Finansal risk faktörlerinin ise hepsi önceki yıla göre artmıştır. Bu bağlamda bu risk artışlarının firmanın mali tablolarına yansımaları değerleme sonuçlarını bu yıl için etkilemiş olabilmektedir.



6.SONUÇ

Globalleşen dünyada gün geçtikçe değer ve değerleme kavramlarının önemi artmaktadır. Bu kavramların kullanım alanları da genişlemektedir. Firma değerlemesi özellikle firma birleşme ve satın almalarında, firmaya yeni ortakların alınması durumunda ortakların görmek istedikleri bir değer olarak veya farklı araçlarla dışarıdan finansman temin edilmesi gibi durumlar da öne çıkmaktadır.

Firma değerinin saptanması sadece firma yöneticileri açısından önemli değildir. Firmaya dahil olan, örneğin kreditorler, ortaklar, hissedarlar, yatırımcılar veya firma çalışanlarının firmaya dair yaptıkları işleri gereği belirli noktalarda bilmeleri gereken önemli bir değer firma değeridir. Firma yöneticilerinin asıl amacı firmadan maksimum verim ve maksimum başarı elde edilmesidir. Bu amaca yönelirken firmanın gerçek değerinin bilinmesi gerekmektedir. Zira bu gereklilik başarılı bir finans politikasının da gereğidir. Bu gerçek değerinin bilinmesi ayrıca tüm firma tarafları açısından da önemlidir. Özellikle yatırımcılar açısından, doğru bir yatırım yapma ve karar verme noktasında etkilidir.

Çalışmada Türkiye Otomotiv sektöründen seçilen 5 farklı firmanın, firma değeri bulunarak, aynı yıllar içinde oranların belirli finansal risklerle etkileşimine bakılmıştır. Çalışmada firma değerlemesi yaklaşımlarından, aktif bazlı yaklaşım tercih edilerek, bu yaklaşım yöntemlerinden de defter değeri ve net aktif değeri yöntemleri uygulanmıştır. Uygulama yapılacak firmalar Türkiye Otomotiv Sektörü'nde yer alan, borsa da işlem gören firmalardan seçilmiştir. Bu firmaların defter ve net aktif değerleri 2010 ve 2014 yılları arasında hesaplanmıştır. Finansal riskler olarak, enflasyon, kur riski ve faiz riski sektörün bu risklere olan hassasiyeti göz önüne alınarak tercih edilmiştir.

Çalışmada tüm firmaların aynı yıllar itibarıyla defter değerleri ve net aktif değerleri hesaplanmıştır. Yıllar bazında öncelikle kendi içlerinde firma değer artış veya azalışlarına varlık bazlı değerlendirme yöntemleriyle bakılmış ve yorumlanmıştır.

Firmaların 2010-2014 yılları arasında bulunan defter değerleri ve net aktif değerleri ile aynı yıllardaki belirlenen finansal risklerin artış ve azalışları grafikler aracılığıyla, değerlendirme sonuçlarına etki etmesi açısından yorumlanmıştır. Firma değeri artarken, aynı zamanda finansal risklerinde artmakta olduğu veya firma değeri düşerken finansal risklerinde

önceki yıla göre azaldığı da görülmektedir. Firmaların bire bir değerlendirme sonuçlarına yansımaya da, mali tablolarındaki verilere, özellikle bilanço kalemlerinin taşıdıkları risk gruplarına göre finansal risklerin etkilerinin daha net ve daha lokal görülebileceği sonucuna varılmıştır.

Defter değeri, yani şirketin borsadaki hisse senedi fiyatları üzerinden şirketin belli zamanki değeri ile şirketin sahip olduğu aktif ve varlıklardan oluşan aktif değerinin karşılaştırılması durumunda ortaya bazı sonuçlar çıkmaktadır. Eğer bir şirketin defter değeri, aktif değerlerinin altında ise o şirketin hisse senetlerinin ucuza işlem gördüğü ve buna bağlı olarak hisselerin yükselme potansiyeli olduğu düşünülebilir. Bu kritere göre, 2014 verilerine göre Otokar'ın defter değerinin, her aktif değerine göre yaklaşık %20 oranında ucuz olması bu firmanın tercih edilmesi yönün de bir düşünce yaratabilir. Benzer durum Karsan içinde geçerli görünmektedir. Ford, Tofaş ve Anadolu Isuzu'ya bakıldığında ise onlar için %10 gibi bir kar potansiyeli görünmektedir. Değerleme sonuçlarına göre bakıldığında, Otokar ve Karsan arasında tek bir hisseye karar vermek için, geçmiş yıllarda her iki hissenin de ortalama hangi oranda defter değeri ile aktif değeri farkına bakılabilir. Bu durumda, Otokar ve Karsan'ın her ikisinin %20'den fazla yükselme potansiyeli olmasına rağmen, geçmişte bu potansiyeli ne ölçüde kullandığı, diğer bir ifadeyle, bu 2 şirketin yatırımcı gözündeki yatırım değerinin anlaşılması önemlidir.

Net aktif değerinin, defter değerinin üstünde çıkması durumu, ilgili firmanın piyasa değerinin arttığı noktasını işaret eder. Net aktif değeri, defter değerinden daha yüksek ise satıcı firmayı daha pahalıya satmak isteği durumundadır. Alıcı tarafından bakıldığında ise, alıcı şirketi böyle bir durumda defter değeri üzerinden yani daha ucuza alma isteğindedir. Risk noktasında bakıldığında, risk yüksekse getiri de yükselir veya diğer yönüyle risk düşükse getirinin de düşük olması durumu vardır. Firmalar bazında yatırımcının risk iştahı önemlidir. Burada en çok dikkate alınması gereken risk kur riskidir. Kur riski başka risklere de bağlı olup, belirsiz bir risktir. Sistematik bir risk olmaması sebebiyle firmalar kendi risk yönetimi politikalarıyla bu riskten korunabilmektedir. Alıcı cephesinden, riskin yüksek olması durumu karşında getirinin veya firma değerinin yüksek olması durumunda alıcının finansal gücü de önemlidir.

KAYNAKÇA

- Adıgüzel, A. (2018). *İşletmelerde Finansal Risk Yönetimi ve Finansal Analiz Yöntemi ile Başarılı Bir Firmanın Başarılı Firmalarla Karşılaştırmalı Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.*
- Anbar, A., & Eker, M. (2012). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* , 130.
- Ataman, B. (2005). Maddi Olmayan Duran Varlıkların İtfasına İlişkin IAS 38 ile IFRS 3 Standardında Yer Alan Düzenlemeler ve Türk Vergi Mevzuatıyla Karşılaştırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 42,43.
- Ataman, Ü., & Kibar, H. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması.* İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bankası, T. C. (2013). [https://www.tcmb.gov.tr. Haziran 22, 2019 tarihinde https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx) adresinden alındı
- Bayrakdaroglu, A., & Ünlü, U. (2009). Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri : Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 292.
- Belkayalı, N. (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi Ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme. *Yüksek Lisans Tezi* . Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Binici, Ö. (2017). *Finansal Risk Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkileri: Bist Sınai ve Alt Sektörlerinde Bir Uygulama.* Erzurum: Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi , Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bolak, M. (1994). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi.* İstanbul: Beta Basım Dağıtım A.Ş.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2001). *Principles of Corporate Finance.* New York: McGraw-Hill Irwin.
- Büker, S., & Çelikkol, H. (2019). Döviz Kuru Riski Yönetim Teknikleri ve SDŞ Ortağı KOBİ'lerin Bu Tekniklerden Yararlana bilme Olanakları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* , 127-136.

- Canbaşı, S., & Doğukanlı, H. (2007). *Finansal Pazarlar , Finansal Kurumlar ve Sermaye Piyasaları Analizleri*. İstanbul: Karahan Kitabevi.
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Council, I. V. (2010, September 3). Proposed New International Valuation Standarts. London, United Kingdom.
- Çavuşoğlu, F. (2010, Haziran). Uzman Yeterlilik Tezi. *Para Politikası Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği* . Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Çelik, O. (2002, Nisan). İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Kullanılan Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.Ş.'de Uygulanması. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırma Merkezi* , s. 23.
- Çevik, E. İ., & Pekkaya, M. (2007). Spot ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 49.
- Çıkrıkçı, M., & Daştan, A. (2002). Entellektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması. *Bankacılar Dergisi* , 18-26.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation Security Analysis for Investmentand Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2016, Güz Dönemi). <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>. 11 3, 2018 tarihinde <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/model.pdf> adresinden alındı
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation* . New York: John Wiley&Sons.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation, Tools and Tecniques for Determining The Value of Any Asset*. New York: John Wiley&Sons.
- Damodaran, A. (2012, Sonbahar). *NYU Stern*. 8 24, 2018 tarihinde NYU Stern Web Sitesi: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> adresinden alındı
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation : How to Valua a Company*. New York: John Willey&Sons.
- Demirkol, İ. (2006). Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar. *Doktora Tezi* . Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dionne, G. (2013). Risk Management: History,Defination ang Critique. *Risk Management and Insurance Review* , 1-34.

- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı : Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi , 7. Baskı.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., & Öztürk, M. B. (2006). *Firma Değerlemesi - Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür.
- Ernst&Young. (2011). <https://www.vergidegundem.com//tr>. 12 04, 2019 tarihinde https://www.vergidegundem.com//tr/c/document_library/get adresinden alındı
- Ersan, İ., & Günay, S. (2009). Kredi Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları (CDSs) ve Kapatma Davasının Türkiye Riski Üzerine Etkisine Dair Bir Uygulama. *Bankacılar Dergisi* , 3.
- Ferahyan, A. (2012, Mart 18). *Ekonomistler Platformu*. Temmuz 7, 2018 tarihinde Ekonomistler Platformu Web Sitesi: <http://www.ekonomistler.org.tr/arsivler/1070> adresinden alındı
- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. USA: Academic Press.
- Gökçen, G. (2004). Ekonomik Katma Değer. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 108.
- Grubu, T. Ç. (2006). Kredi Riski Modelleri. *Bankacılar Dergisi* , 63.
- Gruca, T. S., & Rego, L. L. (2005, temmuz). <http://citeseerx.ist.psu.edu/>. 7 11, 2019 tarihinde <http://citeseerx.ist.psu.edu/> adresinden alındı
- Gümüş, U. T., & Bolel, N. (2017). Rasyo Analizleri ile Finansal Performansın Ölçülmesi: Borsa İstanbul'de Faaliyet Gösteren Havayolu Şirketleri'nde Bir Uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , 89.
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added) (EVA) ve Net Kar:İMKBD'deki Hisse Senetlerinin Analizi (1995-2000). *Muhasebe ve Denetime Bir Bakış* , 118.
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür.
- Hitchner, J. R. (2006). *Financial Valuation:Applications and Models*. New Jersey: John Wiley&Sons.
- <http://ir.koc.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <http://ir.koc.com.tr/annual-reports/2014/tr/otokar/> adresinden alındı

<http://www.osd.org.tr/>. (tarih yok). 12 15, 2019 tarihinde <http://www.osd.org.tr/osd-uyeleri/tofas-turk-otomobil-fabrikasi/> adresinden alındı

<https://cdnd.isuzu.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde https://cdnd.isuzu.com.tr/AI/_pdf/faaliyet-raporu/14/31-aralik-14-faliyet-raporu-tr.pdf adresinden alındı

<https://www.anadoluisuzu.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.anadoluisuzu.com.tr/hakkimizda/anadolu-isuzu> adresinden alındı

<https://www.fordotosan.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.fordotosan.com.tr/tr/kurumsal/ford-otosan-hakkinda/ford-otosana-genel-bakis> adresinden alındı

<https://www.kap.org.tr/>. (2016, 06 21). 11 06, 2019 tarihinde <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/956-ford-otomotiv-sanayi-a-s> adresinden alındı

<https://www.karsan.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.karsan.com.tr/kurumsal/karsan-hakkinda/karsana-genel-bakis> adresinden alındı

<https://www.karsan.com.tr/kurumsal/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.karsan.com.tr/kurumsal/karsan-hakkinda/tarihce> adresinden alındı

<https://www.otokar.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.otokar.com.tr/tr/yatirimci-iliskileri/kurumsal-bilgiler> adresinden alındı

<https://www.tcmb.gov.tr/>. (tarih yok). Ocak 10, 2020 tarihinde https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_3/5870/DataGroup/turkish/bie_kt100h/ adresinden alındı

<https://www.tesadernegi.org/>. (2018, Ocak 27). Eylül 4, 2018 tarihinde <https://www.tesadernegi.org/finansta-risk-ve-politik-risk.html?a0e979&a0e979> adresinden alındı

<https://www.tofas.com.tr/>. (tarih yok). 12 18, 2019 tarihinde <https://www.tofas.com.tr/Hakkimizda/GenelBakis/Pages/default.aspx> adresinden alındı

İSO, İ. S. (Şubat,2002). *Avrupa Birliği'ne Tam Uyum Sürecinde İstanbul Sanayi Odası Meslek Komiteleri Sektör Stratejileri Geliştirilme Projesi,Otomotiv Sanayii Sektörü*. İstanbul: Cem Ofset Matbaacılık San. A.Ş.

İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.

Kadıoğlu, E. (2003). <https://www.spk.gov.tr/>. 8 2019, 9 tarihinde <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/406> adresinden alındı

- Karaa, G. (2019). *Şirket Değerlemesi ve Start-up Firma Uygulaması*. Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kızıl, C., & Aslan, T. (2019). Finansal Performansın Rasyo Yöntemiyle Analizi: Borsa İstanbul'da (BİST'de) İşlem Gören Havayolu Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi* , 1787,1788,1789.
- Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları-Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Basım Yayımlar Ltd. Şti.
- Korkmaz, P. D., & Ceylan, P. (2015). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin.
- Korkmaz, T. K., & Özdemir, M. A. (2003). Ekonomik Katma Değer-EVA Nedir? *Activefinans, Bankacılık ve Finans Dergisi* , 36,37.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2013). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage . *The Journal Of Finance* , 917.
- Kurt, G., Mandacı, P. E., & Yücel, A. T. (2007). İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı : İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 106.
- Küçükcaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi* . İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Küçükcaraba, M. (2012). *Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi: İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Masun, M. A. (2017). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Dergisi* , 216.
- Mazıbaş, M. (Temmuz-2005). *Operasyonel Riske Basel Yaklaşımı: Risk Verilerine İlişkin Bir Değerlendirme*. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu.
- Miller, W. D. (1995). *Commercial Bank Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
- Münstermann, H. (1970). *Wert und Bewertung der Unternehmung*. Wiesbaden: Dr. Th. Gabler.

- Münyas, T., & Kargı, F. (2016). *Sermaye Piyasası Temel ve Teknik Analiz Yöntemleri*. Bursa: Ekin Basım Yayın.
- OSD, O. S. (Mart 2011). *Otomotiv Sanayii 2010 Değerlendirme Raporu*. İstanbul.
- OSD, O. S. (Temmuz,2012). *Otomotiv Sanayii 2011 Yılı Değerlendirme Raporu*. İstanbul.
- OSD, O. S. (2013). *Otomotiv Sanayii 2012 Değerlendirme Raporu*.
- OSD, O. S. (2014). *Otomotiv Sanayii 2013 Yılı Değerlendirme Raporu*.
- OSD, O. S. (2015). *Otomotiv Sanayii 2014 Değerlendirme Raporu*. İstanbul.
- Öztürk, H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Öztürk, L. (2018, Ocak 19). <https://www.finanskurs.com/>. Kasım 5, 2019 tarihinde <https://www.finanskurs.com/finansal-riskler/likidite-riski.html> adresinden alındı
- Öztürk, M. B. (2004). Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem - Ekonomik Katma Değer. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* , 357.
- Pike, R., & Neale, B. (1999). *Corporate Finance and Investment;Decisions and Strategies*. England: Prentice Hall Europe.
- Ratner, I., Stein, G., & Weitnauer, J. C. (2009). *Business Valuation and Bankruptcy*. New Jersey: John Wiley&Sons,Inc.
- Sağmanlı, M. (2001). *Şirket Değerleme Teori ve Pratik Uygulama*. İstanbul: Tümay Matbaacılık Tanıtım Hizmetleri San. Tic. .
- Salla, F. (2019). *Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova'da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerine Uygulama*. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi,Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sever, E., & İğdeli, A. (2015). Enflasyon Hedeflenmesi ve Ekonomik Performans İlişkisi: Türkiye Örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* , 35.
- Sipahi, B., Yanık, S., & Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*. İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Şenel, K., & Yanık, S. (2005, Temmuz). <http://mimoza.marmara.edu.tr/>. 01 11, 2018 tarihinde http://mimoza.marmara.edu.tr/~burakarzova/finansal_yonetim_ileri.pdf adresinden alındı
- Tanışman, O. (2004). *Şirket Değerleme Yöntemleri,Eğitim Notları*.
- Tevfik, A. T. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi* . İstanbul: Literatür Yayıncılık.

- Vettiger, T., & Volkart, R. (2004). 'Ekonomik Katma Değer : Economic Value Added (EVA)',(Çeviren: Argun Doğan). *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* , 121.
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2009). Stock Market Reaktion To Capital Control Announcements: Evidence From Industrial Firms In Thailand. *Journal Of International Business And Economics* , 21.
- Wirtschaftslexikon, *Preisrisiko*. (2018). Ekim 2019, 21 tarihinde <http://www.wirtschaftslexikon24.com/e/preisrisiko/preisrisiko.htm> adresinden alındı
- Yalçın, H. (2014). *Şirket Değerlemesi*. İstanbul: Crowe Horwath.
- Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. Ankara: DPT Yayını.
- Young, D. (1997). Economic Value Added: A Primer for European Managers. *European Management Journal* , 336.

EKLER

EK-1.

FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.

BİLANÇO

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		3.089.000.716	2.229.357.158
Nakit ve nakit benzerleri	4	808.849.078	520.944.034
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	26	877.374.203	673.117.047
- Diğer ticari alacaklar	7	521.587.032	511.313.401
Diğer alacaklar	8	4.346.575	6.401.917
Stoklar	9	724.972.219	463.925.506
Diğer dönen varlıklar	16	151.871.609	53.655.253
DURAN VARLIKLAR		1.332.458.953	1.105.722.882
Ticari alacaklar	7	474.645	342.608
Finansal yatırımlar	5	3.458.740	3.008.822
Maddi duran varlıklar	10	1.108.089.000	1.058.400.259
Maddi olmayan duran varlıklar	11	28.777.170	42.299.562
Diğer duran varlıklar	16	191.659.398	1.671.631
TOPLAM VARLIKLAR		4.421.459.669	3.335.080.040

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	6	226.836.996	231.135.070
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	26	340.785.262	176.308.452
- Diğer ticari borçlar	7	900.664.471	508.068.468
Diğer borçlar			
- İlişkili taraflara diğer borçlar	26	16.468.196	5.695.782
- Diğer borçlar	8	150.137.511	117.075.396
Dönem karı vergi yükümlülüğü	24	56.963.729	60.498.276
Borç karşılıkları	13	38.849.095	29.652.632
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		792.535.926	451.601.933
Finansal borçlar	6	650.052.940	297.303.000
Çalışanlarasaglanan faydalara iliskinkarsılıklar	15	55.081.174	44.061.805
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	24	40.304.565	71.166.606
Borç karşılıkları	13	46.672.397	39.070.522
Türev finansal araçlar	28	424.850	-
ÖZKAYNAKLAR	17	1.898.218.483	1.755.044.031
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR		1.898.218.483	1.755.044.031
Ödenmiş sermaye		350.910.000	350.910.000
Sermaye düzeltmesi farkları		27.920.283	27.920.283
Hisse senedi ihraç primleri		8.252	8.252
Degerartis fonları		2.335.091	1.907.669
Nakit akısı riskinden korunma fonu		-345.806	-
Kardan ayrılmışkıstlanmıs yedekler		390.964.519	340.819.480
Geçmiş yıllar karları		464.337.418	528.870.084
Net dönem karı		662.088.726	504.608.263
TOPLAM KAYNAKLAR		4.421.459.669	3.335.080.040

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		2.443.438.405	2.438.262.072
Nakit ve nakit benzerleri	4	238.128.147	301.518.353
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	26	976.334.894	752.478.555
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	7	474.919.300	478.607.642
Diğer alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	8	330.799	4.552.464
Stoklar	9	563.888.556	678.220.879
Peşin ödenmiş giderler	12	22.250.708	53.341.648
Diğer dönen varlıklar	16	167.586.001	169.542.531
DURAN VARLIKLAR		3.547.751.814	2.208.855.227
Finansal yatırımlar	5	7.732.955	5.961.405
Ticari alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	7	458.542	537.623
Maddi duran varlıklar	10	2.231.069.051	1.556.458.799
Maddi olmayan duran varlıklar	11	415.312.279	238.360.675
Peşin ödenmiş giderler	12	591.264.603	324.368.840
Ertelenmiş vergi varlığı	24	301.914.384	83.167.885
TOPLAM VARLIKLAR		5.991.190.219	4.647.117.299

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		2.396.989.476	1.633.055.371
Kısa vadeli borçlanmalar			
- Banka kredileri	6	629.929.557	96.326.666
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları			
- Banka kredileri	6	441.633.045	267.189.582
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	26	262.289.287	292.778.669
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	7	919.806.623	827.494.766
Diğer borçlar			
- İlişkili taraflara diğer borçlar	26	5.618.330	1.449.061
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	8	24.471.994	21.750.636
Dönem karı vergi yükümlülüğü	24	-	7.741.631
Kısa vadeli karşılıklar			
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	13	58.009.620	72.343.835
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	15	55.231.020	45.980.525
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		1.357.596.409	1.018.397.093
Uzun vadeli borçlanmalar			
- Banka kredileri	6	1.219.653.201	896.037.316
Türev finansal araçlar	28	713.095	1.683.905
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	15	94.304.955	85.541.327
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	13	42.925.158	35.134.545
ÖZKAYNAKLAR	17	2.236.604.334	1.995.664.835
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	17	2.236.604.334	1.995.664.835
Ödenmiş sermaye			
Sermaye düzeltmesi farkları			
Ödenmiş sermaye		350.910.000	350.910.000
Sermaye düzeltmesi farkları		27.920.283	27.920.283
Hisse senedi ihraç primleri		8.252	8.252
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve gider			
- Tanımlanmış fayda planlarından yeniden ölçüm kazanç / (kayıp) fonu		-11.053.834	-9.880.836
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve gider			
- Satılmaya hazır finansal varlıkların yeniden değerlendirme fonu		6.418.090	4.712.623
- Nakit akım riskinden korunma fonu		-102.334.951	-1.298.245
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler		460.680.315	432.432.060
Geçmiş yıllar karları		862.584.393	505.957.103
Net dönem karı		641.471.786	684.903.595
TOPLAM KAYNAKLAR		5.991.190.219	4.647.117.299

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		2.958.148.243	2.443.438.405
Nakit ve nakit benzerleri	4	577.458.259	238.128.147
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	26	929.539.320	976.334.894
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	7	676.194.387	474.919.300
Diğer alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	8	230.474	330.799
Stoklar	9	585.077.396	563.888.556
Pesin ödenmiş giderler	12	29.890.515	22.250.708
Diğer dönen varlıklar	16	159.757.892	167.586.001
DURAN VARLIKLAR		4.277.244.552	3.547.751.814
Finansal yatırımlar	5	12.196.978	7.732.955
Ticari alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	7	277.436	458.542
Maddi duran varlıklar	10	3.128.382.584	2.231.069.051
Maddi olmayan duran varlıklar	11	520.390.100	415.312.279
Pesin ödenmiş giderler	12	132.481.035	591.264.603
Ertelenmiş vergi varlıkları	24	483.516.419	301.914.384
TOPLAM VARLIKLAR		7.235.392.795	5.991.190.219

		Cari dönem	Geçmiş dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		2.971.769.365	2.396.989.476
Kısa vadeli borçlanmalar			
- Banka kredileri	6	625.257.020	629.929.557
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları			
- Banka kredileri	6	364.697.638	441.633.045
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar 26	26	471.203.693	262.289.287
262.289.287			
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	7	1.325.187.809	919.806.623
Diğer borçlar			
- İlişkili taraflara diğer borçlar	26	10.660.182	5.618.330
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	8	39.685.718	21.602.967
Ertelenmiş gelirler	30	9.548.207	2.869.027
Kısa vadeli karşılıklar			
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	13	53.894.228	58.009.620
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	15	71.634.870	55.231.020
ÖZKAYNAKLAR	17	2.754.181.696	2.236.604.334
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş sermaye		350.910.000	350.910.000
Sermaye düzeltmesi farkları		27.920.283	27.920.283
Hisse senedi ihraç primleri		8.252	8.252
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderler			
-Tanımlanmış fayda planlarından yeniden ölçüm (kayıp) fonu		-13.413.478	-11.053.834
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderler			
-Satılmaya hazır finansal varlıkların yeniden değerlendirme fonu		10.658.913	6.418.090
-Nakit akım riskinden korunma fonu		-6.039.879	-102.334.951
Kardan ayrılmış/sıfırlanmış yedekler		472.233.474	454.687.974
Geçmiş yıllar karları		1.317.048.020	868.576.734
Net dönem karı		594.856.111	641.471.786
TOPLAM KAYNAKLAR		7.235.392.795	5.991.190.219

	Cari dönem 31 Aralık 2014	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2013
Türk Lirası (TL)		
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Hasılat	11.924.836.507	11.404.912.894
Satışların maliyeti	(10.794.249.532)	(10.277.155.728)
BRÜT KAR	1.130.586.975	1.127.757.166
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	(277.062.900)	(269.943.658)
Genel yönetim giderleri	(155.380.055)	(154.244.846)
Araştırma ve geliştirme giderleri	(171.542.036)	(145.889.919)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	122.138.353	175.973.737
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(107.623.291)	(64.009.849)
ESAS FAALİYET KARI	541.117.046	669.642.631
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	4.259.460	929.987
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(7.027.419)	(5.253.888)
FİNANSMAN GELİR / (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI	538.349.087	665.318.730
Finansal gelirler	383.327.153	82.732.501
Finansal giderler	(531.263.990)	(295.946.425)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	390.412.250	452.104.806
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)	204.443.861	189.366.980
- Dönem vergi geliri / (gideri)	23.293.275	(29.342.054)
- Ertelenmiş vergi geliri	181.150.586	218.709.034
NET DÖNEM KARI	594.856.111	641.471.786
Nominal değeri 1 Kr olan hisse başına kazanç (Kr)	1,70	1,83

Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	Cari dönem 31 Aralık 2011	Geçmiş dönem 31 Aralık 2010
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Hasılat		10.445.022.950	7.649.411.637
Satışların maliyeti		(9.243.511.780)	(6.664.536.863)
BRÜT KAR		1.201.511.170	984.874.774
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri		(255.169.985)	(226.030.795)
Genel yönetim giderleri		(112.904.465)	(98.543.070)
Araştırma ve geliştirme giderleri		(106.886.110)	(84.729.979)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler		49.151.689	36.748.197
Esas faaliyetlerden diğer giderler		(46.450.461)	(2.102.985)
ESAS FAALİYET KARI		729.251.838	610.216.142
Finansal gelirler		286.253.021	115.027.870
Finansal giderler		(215.432.140)	(106.249.773)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		800.072.719	618.994.239
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)		-137.983.993	-114.385.976
- Dönem vergi gideri		-168.782.079	(141.913.739)
- Ertelenmiş vergi geliri		30.798.086	27.527.763
NET DÖNEM KARI		662.088.726	504.608.263
Nominal değeri 1 Kr olan hisse başına kazanç (Kr)		1,89	1,44

EK-2.

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

BİLANÇO

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	3	1.331.702	1.139.737
Finansal yatırımlar	4	60.424	45.393
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	25	738.115	529.448
- Diğer ticari alacaklar	6	426.846	381.656
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	534.704	315.407
Diğer alacaklar	7	349	887
Stoklar	9	380.052	322.043
Diğer dönen varlıklar	16	94.454	37.789
Toplam Dönen Varlıklar		3.566.646	2.772.360
DURAN VARLIKLAR			
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	541.878	327.287
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	10	22.100	-
Maddi duran varlıklar	11	1.305.296	1.241.018
Maddi olmayan duran varlıklar	12	782.208	866.746
Ertelenmiş vergi varlığı	23	63.758	57.643
Diğer duran varlıklar	16	20.222	19.081
Toplam Duran Varlıklar		2.735.462	2.511.775
TOPLAM VARLIKLAR		6.302.108	5.284.135

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	5	939.879	516.807
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	25	932.595	772.964
- Diğer ticari borçlar	6	678.022	637.445
Dönem karı vergi yükümlülüğü	23	4.872	1.202
Borç karşılıkları	14	86.325	67.797
Devlet teşvik ve yardımları	13	22.275	-
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	16	80.272	49.732
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		2.744.240	2.045.947
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	5	1.581.661	1.323.839
Devlet teşvik ve yardımları	13	83.938	128.542
Kıdem tazminatı karşılığı	15	102.942	79.932
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.768.541	1.532.313
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		4.512.781	3.578.260
ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş sermaye	17	500.000	500.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	17	348.382	348.382
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	17	114.560	77.047
Nakit akım koruması ile ilgili birikmiş zarar	17	(207.136)	(66.473)
Geçmiş yıllar karları	17	559.356	462.699
Net dönem karı	17	474.165	384.220
Toplam Özkaynaklar		1.789.327	1.705.875
TOPLAM KAYNAKLAR		6.302.108	5.284.135

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	3	1.673.250	1.637.362
Finansal yatırımlar	4	73.545	169
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	25	239.587	502.535
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	6	271.497	263.849
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	664.872	679.747
Diğer alacaklar	7	215	169
Stoklar	9	379.433	383.752
Peşin ödenmiş giderler	16	20.746	19.742
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	23	30.683	-
Diğer dönen varlıklar	16	51.716	78.432
Toplam Dönen Varlıklar		3.405.544	3.565.757
DURAN VARLIKLAR			
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	537.011	497.911
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	10	27.805	24.100
Maddi duran varlıklar	11	1.261.168	1.255.773
Maddi olmayan duran varlıklar	12	622.867	684.061
Ertelenmiş vergi varlığı	23	13.990	9.768
Peşin ödenmiş giderler	16	54.387	12.322
Diğer duran varlıklar		5.430	3.440
Toplam Duran Varlıklar		2.522.658	2.487.375
TOPLAM VARLIKLAR		5.928.202	6.053.132

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli borçlanmalar	5	58.547	89.698
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	5	944.798	851.518
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	25	705.832	859.623
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	6	664.280	483.110
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	15	27.632	26.354
Ertelenmiş gelirler	16	22.820	18.193
Dönem karı vergi yükümlülüğü	23	-	384
Devlet teşvik ve yardımları	13	22.275	22.275
Kısa vadeli karşılıklar	14	63.374	66.864
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	16	56.154	38.266
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		2.565.712	2.456.285
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun vadeli borçlanmalar	5	1.280.886	1.344.528
Devlet teşvik ve yardımları	13	43.663	61.636
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	15	139.127	128.582
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.463.676	1.534.746
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		4.029.388	3.991.031
ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş sermaye	17	500.000	500.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	17	348.382	348.382
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler			
- Nakit akış riskinden korunma kayıpları	17	(247.611)	(132.687)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	17	(11.856)	(9.270)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	17	187.983	149.301
Geçmiş yıllar karları	17	687.693	764.336
Net dönem karı		434.223	442.039
Toplam özkaynaklar		1.898.814	2.062.101
TOPLAM KAYNAKLAR		5.928.202	6.053.132

Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	Cari Dönem 31 Aralık 2014	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2013
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	3	1.686.053	1.673.250
Finansal yatırımlar	4	28.567	73.545
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	25	622.773	239.587
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	6	221.839	271.497
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	727.349	664.872
Diğer alacaklar	7	101	215
Stoklar	9	453.239	379.433
Peşin ödenmiş giderler	16	21.443	20.746
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	23	5.733	15.539
Diğer dönen varlıklar	16	45.954	51.716
Toplam Dönen Varlıklar		3.813.051	3.390.400
DURAN VARLIKLAR			
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	8	603.946	537.011
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	10	28.860	27.805
Maddi duran varlıklar	11	1.621.362	1.261.168
Maddi olmayan duran varlıklar	12	894.705	622.867
Ertelenmiş vergi varlığı	23	128.500	29.134
Peşin ödenmiş giderler	16	28.745	54.387
Diğer duran varlıklar		5.115	5.430
Toplam Duran Varlıklar		3.311.233	2.537.802
TOPLAM VARLIKLAR		7.124.284	5.928.202

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli borçlanmalar	5	327.622	58.547
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	5	958.061	944.798
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	25	1.110.575	705.832
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	6	719.560	664.280
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	15	41.468	27.632
Ertelenmiş gelirler	16	15.872	22.820
Devlet teşvik ve yardımları	13	22.275	22.275
Kısa vadeli karşılıklar	14	94.440	63.374
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	16	85.802	56.154
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		3.375.675	2.565.712
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun vadeli borçlanmalar	5	1.311.787	1.280.886
Devlet teşvik ve yardımları	13	33.145	43.663
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin			
uzun vadeli karşılıklar	15	162.506	139.127
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.507.438	1.463.676
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		4.883.113	4.029.388
ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş sermaye	17	500.000	500.000
Sermaye düzeltme farkları	17	348.382	348.382
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler			
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	17	(21.879)	(11.856)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler			
- Nakit akış riskinden korunma kayıpları	17	(144.469)	(247.611)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	17	213.111	187.983
Geçmiş yıllar karları	17	771.788	687.693
Net dönem karı		574.238	434.223
Toplam özkaynaklar		2.241.171	1.898.814
Toplam kaynaklar		7.124.284	5.928.202

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

GELİR TABLOSU

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
Net satış gelirleri	18	7.336.658	6.410.219
Satışların maliyeti (-)	18	(6.512.779)	(5.747.050)
Ticari faaliyetlerden brüt kar		823.879	663.169
Faiz, ücret, prim, komisyon ve diğer gelirler		114.957	83.216
Faiz, ücret, prim, komisyon ve diğer giderler (-)		(78.306)	(40.942)
Finans sektörü faaliyetlerinden brüt kar		36.651	42.274
BRÜT KAR		860.530	705.443
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(225.709)	(192.756)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(136.674)	(109.342)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(7.056)	(11.435)
Diğer faaliyet gelirleri	21	45.513	13.608
Diğer faaliyet giderleri (-)	21	(47.090)	(17.391)
FAALİYET KARI		489.514	388.127
Finansal gelirler	22	337.088	125.365
Finansal giderler (-)	22	(318.514)	(121.753)
VERGİ ÖNCESİ KARI		508.088	391.739
Vergi gider			
- Dönem vergi gideri	23	(4.872)	(1.202)
- Ertelenmiş vergi gideri	23	(29.051)	(6.317)
DÖNEM KARI		474.165	384.220
Net dönem karlarının dağılımı:			
Kontrol dışı paylar		-	-
Ana ortaklık payları 474.165 384.220			
Hisse başına kazanç (Kr)	24	0,95	0,77

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
Hasılat	18	7.037.954	6.705.274
Satışların maliyeti (-)	18	(6.216.058)	(5.924.196)
Ticari faaliyetlerden brüt kar		821.896	781.078
Finans sektörü faaliyetleri hasılatı		177.983	188.344
Finans sektörü faaliyetleri maliyeti (-)		(125.546)	(135.669)
Finans sektörü faaliyetlerinden brüt kar		52.437	52.675
BRÜT KAR		874.333	833.753
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(216.522)	(202.343)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(157.907)	(136.646)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(12.753)	(14.858)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	21	200.630	261.666
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	21	(313.963)	(209.500)
ESAS FAALİYET KARI		373.818	532.072
Finansman gelirleri/(giderleri)	22	103.257	(34.632)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		477.075	497.440
Dönem vergi gideri		(42.852)	(55.401)
- Dönem vergi gideri	23	(17.697)	(21.594)
- Ertelenmiş vergi gideri	23	(25.155)	(33.807)
NET DÖNEM KARI		434.223	442.039
Net dönem karının dağılımı:			
Kontrol gücü olmayan paylar		-	-
Ana ortaklık payları		434.223	442.039
Hisse başına kazanç (Kr)	24	0,87	0,88

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
Hasılat	18	7.440.009	7.037.954
Satışların maliyeti (-)	18	(6.516.211)	(6.216.058)
Ticari faaliyetlerden brüt kar		923.798	821.896
Finans sektörü faaliyetleri hasılatı		181.265	177.983
Finans sektörü faaliyetleri maliyeti (-)		(121.761)	(125.546)
Finans sektörü faaliyetlerinden brüt kar		59.504	52.437
BRÜT KAR		983.302	874.333
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(240.405)	(216.522)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(194.046)	(157.907)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(15.182)	(12.753)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	21	358.272	200.630
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	21	(358.902)	(313.963)
ESAS FAALİYET KARI		533.039	373.818
Finansman gelirleri/(giderleri)	22	(60.786)	103.257
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		472.253	477.075
Dönem vergi geliri / (gideri)		101.985	(42.852)
- Dönem vergi gideri	23	(20.660)	(32.841)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	23	122.645	(10.011)
NET DÖNEM KARI		574.238	434.223
Net dönem karının dağılımı:			
Kontrol gücü olmayan paylar		-	-
Ana ortaklık payları		574.238	434.223
Hisse başına kazanç (Kr)	24	1,15	0,87

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
Hasılat	18	7.037.954	6.705.274
Satışların maliyeti (-)	18	(6.216.058)	(5.924.196)
Ticari faaliyetlerden brüt kar		821.896	781.078
Finans sektörü faaliyetleri hasılatı		177.983	188.344
Finans sektörü faaliyetleri maliyeti (-)		(125.546)	(135.669)
Finans sektörü faaliyetlerinden brüt kar		52.437	52.675
BRÜT KAR		874.333	833.753
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(216.522)	(202.343)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(157.907)	(136.646)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(12.753)	(14.858)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	21	200.630	261.666
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	21	(313.963)	(209.500)
ESAS FAALİYET KARI		373.818	532.072
Finansman gelirleri/(giderleri)	22	103.257	(34.632)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		477.075	497.440
Dönem vergi gideri		(42.852)	(55.401)
- Dönem vergi gideri	23	(17.697)	(21.594)
- Ertelenmiş vergi gideri	23	(25.155)	(33.807)
NET DÖNEM KARI		434.223	442.039
Net dönem karının dağılımı:			
Kontrol gücü olmayan paylar		-	-
Ana ortaklık payları		434.223	442.039
Hisse başına kazanç (Kr)	24	0,87	0,88

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
Hasılat	18	7.440.009	7.037.954
Satışların maliyeti (-)	18	(6.516.211)	(6.216.058)
Ticari faaliyetlerden brüt kar		923.798	821.896
Finans sektörü faaliyetleri hasılatı		181.265	177.983
Finans sektörü faaliyetleri maliyeti (-)		(121.761)	(125.546)
Finans sektörü faaliyetlerinden brüt kar		59.504	52.437
BRÜT KAR		983.302	874.333
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(240.405)	(216.522)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(194.046)	(157.907)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(15.182)	(12.753)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	21	358.272	200.630
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	21	(358.902)	(313.963)
ESAS FAALİYET KARI		533.039	373.818
Finansman gelirleri/(giderleri)	22	(60.786)	103.257
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		472.253	477.075
Dönem vergi geliri / (gideri)		101.985	(42.852)
- Dönem vergi gideri	23	(20.660)	(32.841)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	23	122.645	(10.011)
NET DÖNEM KARI		574.238	434.223
Net dönem karının dağılımı:			
Kontrol gücü olmayan paylar		-	-
Ana ortaklık payları		574.238	434.223
Hisse başına kazanç (Kr)	24	1,15	0,87

EK-3.

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

BİLANÇO

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	4	4.470.424	111.564.742
Ticari alacaklar	8	215.803.465	136.241.771
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	28	19.862.364	18.890.279
- Diğer ticari alacaklar	8	195.941.101	117.351.492
Diğer Alacaklar	9	577	594
Stoklar	10	168.551.835	100.565.170
Devam eden yıllara sari işlerden alacaklar	11	43.967.333	22.646.544
Türev finansal varlıklar	7	9.022.907	182.808
Diğer dönen varlıklar	18	133.705.191	60.395.307
Toplam dönen varlıklar		575.521.732	431.596.936
DURAN VARLIKLAR			
Ticari alacaklar	8	81.455.465	41.433.423
Diğer Alacaklar	9	5.903	5.903
Finansal yatırımlar	5	239.280	-
Maddi Duran Varlıklar	12	113.300.891	99.137.629
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13	71.474.322	55.520.950
Ertelenmiş vergi varlığı	26	12.648.352	7.944.450
Toplam duran varlıklar		279.124.213	204.042.355
TOPLAM VARLIKLAR		854.645.945	635.639.291

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	6	96.867.900	38.007.355
Ticari borçlar	8	78.495.682	47.561.560
- İlişkili taraflara ticari borçlar	28	5.086.142	3.376.743
- Diğer ticari borçlar	8	73.409.540	44.184.817
Diğer borçlar	9	154.929.567	162.029.312
Devlet teşvik ve yardımları	15	621.992	359.975
Dönem karı vergi yükümlülüğü	26	3.089.785	4.581.519
Borç karşılıkları	16	206.459.342	103.611.153
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	18	8.233.975	7.131.327
Toplam kısa vadeli yükümlülükler		548.698.243	363.282.201
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	6	82.471.971	90.875.102
Devlet teşvik ve yardımları	15	1.017.366	892.142
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	17	9.110.483	7.088.568
Toplam uzun vadeli yükümlülükler		92.599.820	98.855.812
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	19	24.000.000	24.000.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	19	52.743.030	52.743.030
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	19	18.118.147	16.738.147
Geçmiş yıllar karları	19	63.640.101	59.241.787
Net dönem karı	19	54.846.604	20.778.314
Toplam özkaynaklar		213.347.882	173.501.278
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		854.645.945	635.639.291

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	4	8.884.174	47.906.245
Ticari alacaklar	8	399.220.867	224.693.650
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	27	71.374.049	24.550.065
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	8	327.846.818	200.143.585
Diğer alacaklar	9	2.524	1.715
Stoklar	10	297.797.165	252.632.987
Peşin ödenmiş giderler	17	74.985.116	133.453.785
Diğer dönen varlıklar	17	17.053.925	21.480.578
Toplam dönen varlıklar		797.943.771	680.168.960
DURAN VARLIKLAR			
Ticari alacaklar	8	192.938.324	59.397.503
Diğer alacaklar	9	58.112	47.971
Devam eden yıllara sari işlerden alacaklar	11	93.597.289	61.325.046
Finansal yatırımlar	5	239.280	239.280
Maddi duran varlıklar	12	120.842.623	125.112.154
Maddi olmayan duran varlıklar	13	126.292.737	100.041.870
Ertelenmiş vergi varlığı	25	43.338.020	11.092.336
Toplam duran varlıklar		577.306.385	357.256.160
TOPLAM VARLIKLAR		1.375.250.156	1.037.425.120

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli finansal borçlar	6	138.276.975	48.064.941
Uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları	6	2.686.797	2.028.308
Türev finansal yükümlülükler	7	1.231.950	2.193.011
Ticari borçlar	8	102.434.509	85.026.598
- İlişkili taraflara ticari borçlar	27	13.154.537	8.988.915
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	8	89.279.972	76.037.683
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	17	19.143.540	17.165.965
Diğer borçlar	9	10.819.100	1.441.022
Ertelenmiş gelirler	17	306.326.515	146.855.524
Devlet teşvik ve yardımları	14	1.467.624	670.521
Dönem karı vergi yükümlülüğü	25	7.043.047	-
Kısa vadeli karşılıklar	15	95.999.670	225.619.049
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	17	1.615.447	1.076.908
Toplam kısa vadeli yükümlülükler		687.045.174	530.141.847
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	6	332.047.500	236.099.752
Devlet teşvik ve yardımları	14	7.055.794	2.332.562
Uzun vadeli karşılıklar		26.957.401	21.474.019
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	16	20.616.223	17.030.080
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	15	6.341.178	4.443.939
Ertelenmiş gelirler	17	48.874.707	5.644.080
Toplam uzun vadeli yükümlülükler		414.935.402	265.550.413
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	18	24.000.000	24.000.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	18	52.743.030	52.743.030
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	18	29.078.147	22.798.147
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	18	(3.551.453)	(2.526.430)
Geçmiş yıllar karları	18	74.438.113	66.441.516
Net dönem karı	18	96.561.743	78.276.597
Toplam özkaynaklar	17	273.269.580	241.732.860
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		1.375.250.156	1.037.425.120

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	4	44.527.697	8.884.174
Ticari alacaklar	8	268.230.380	399.220.867
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	27	50.877.972	71.374.049
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	8	217.352.408	327.846.818
Diğer alacaklar	9	958	2.524
Stoklar	10	264.162.428	297.797.165
Türev finansal varlıklar	7	1.726.888	-
Peşin ödenmiş giderler	17	78.996.994	74.985.116
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	25	2.106.718	-
Diğer dönen varlıklar	17	12.306.871	17.053.925
Toplam dönen varlıklar		672.058.934	797.943.771
DURAN VARLIKLAR			
Ticari alacaklar	8	140.255.060	192.938.324
Diğer alacaklar	9	101.585	58.112
Devam eden yıllara sari işlerden alacaklar	11	129.854.389	93.597.289
Finansal yatırımlar	5	239.280	239.280
Maddi duran varlıklar	12	112.260.055	120.842.623
Maddi olmayan duran varlıklar	13	141.447.509	126.292.737
Ertelenmiş vergi varlığı	25	39.335.574	43.338.020
Toplam duran varlıklar		563.493.452	577.306.385
TOPLAM VARLIKLAR		1.235.552.386	1.375.250.156

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli finansal borçlar	6	29.751.877	138.276.975
Uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları	6	45.915.500	2.686.797
Türev finansal yükümlülükler	7	-	1.231.950
Ticari borçlar	8	81.523.996	102.434.509
- İlişkili taraflara ticari borçlar	27	10.320.537	13.154.537
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	8	71.203.459	89.279.972
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	17	17.106.197	19.143.540
Diğer borçlar	9	16.383.024	10.819.100
Ertelenmiş gelirler	17	263.802.421	288.689.497
Devlet teşvik ve yardımları	14	2.033.845	1.467.624
Dönem karı vergi yükümlülüğü	25	-	7.043.047
Kısa vadeli karşılıklar	15	176.376.805	95.999.670
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	17	2.025.403	1.615.447
Toplam kısa vadeli yükümlülükler		634.919.068	669.408.156
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Finansal borçlar	6	273.846.971	332.047.500
Devlet teşvik ve yardımları	14	7.162.947	7.055.794
Uzun vadeli karşılıklar		30.785.378	26.957.401
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	16	26.351.029	20.616.223
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	15	4.434.349	6.341.178
Ertelenmiş gelirler	17	44.510.646	66.511.725
Toplam uzun vadeli yükümlülükler		356.305.942	432.572.420
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	18	24.000.000	24.000.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları	18	52.743.030	52.743.030
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	18	38.958.147	29.078.147
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	18	(5.264.855)	(3.551.453)
Geçmiş yıllar karları	18	61.119.856	74.438.113
Net dönem karı	18	72.771.198	96.561.743
Toplam özkaynaklar		244.327.376	273.269.580
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER		1.235.552.386	1.375.250.156

OTOKAR GELİR TABLOSU

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
Satış gelirleri	20	890.525.189	517.396.494
Satışların maliyeti (-)	20	(694.820.626)	(426.300.182)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler			
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)			
BRÜT KAR		195.704.563	91.096.312
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	21	(83.213.660)	(42.376.871)
Genel Yönetim Giderleri (-)	21	(25.161.744)	(19.913.065)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	21	(12.355.838)	(7.186.302)
Diğer Faaliyet Gelirleri	23	4.216.993	5.770.936
Diğer Faaliyet Giderleri	23	(8.348.464)	(1.749.748)
FAALİYET KARI		70.841.850	25.641.262
Finansal gelirler	24	88.311.941	37.636.662
Finansal giderler (-)	25	(97.377.450)	(43.201.069)
VERGİ ÖNCESİ KAR		61.776.341	20.076.855
Vergi Gelir / Gideri			
- Dönem Vergi Gideri			
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	26	(11.633.639)	(4.581.519)
DÖNEM KARI		54.846.604	20.778.314
Diğer kapsamlı gelir		-	-
Toplam kapsamlı gelir		54.846.604	20.778.314
Hisse başına kazanç	24	0,229	0,087

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
Satış gelirleri	19	1.401.552.934	1.004.492.232
Satışların maliyeti (-)	19	(1.086.542.059)	(780.994.330)
BRÜT KAR		315.010.875	223.497.902
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	20	(118.705.403)	(78.377.147)
Genel yönetim giderleri (-)	20	(38.480.120)	(33.445.652)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	20	(25.796.799)	(17.645.232)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	22	101.332.808	124.952.519
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	22	(75.374.133)	(106.502.522)
ESAS FAALİYET KARI		157.987.228	112.479.868
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		306.498	15.169
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI		158.293.726	112.495.037
Finansal gelirler	23	3.007.922	5.102.020
Finansal giderler (-)	24	(53.053.328)	(33.414.592)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		108.248.320	84.182.465
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri			
- Dönem vergi gideri (-)	25	(43.676.005)	(3.876.947)
- Ertelenmiş vergi gelir /gideri	25	31.989.428	(2.028.921)
DÖNEM KARI		96.561.743	78.276.597
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında hesaplanan aktüeryal kayıplar		(1.281.279)	(2.364.524)
Vergi etkisi		256.256	472.905
Diğer kapsamlı gelir / (gider) vergi sonrası		(1.025.023)	(1.891.619)
Toplam kapsamlı gelir		95.536.720	76.384.978
Hisse başına kazanç (kr)	26	0,402	0,326

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
Satış gelirleri	19	1.231.633.772	1.401.552.934
Satışların maliyeti (-)	19	(919.528.400)	(1.086.542.059)
BRÜT KAR		312.105.372	315.010.875
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	20	(132.494.804)	(118.705.403)
Genel yönetim giderleri (-)	20	(39.819.107)	(38.480.120)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	20	(28.658.352)	(25.796.799)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	22	87.200.968	101.332.808
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	22	(76.415.130)	(75.374.133)
ESAS FAALİYET KARI		121.918.947	157.987.228
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		55.898	306.498
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI		121.974.845	158.293.726
Finansal gelirler	23	14.467.603	3.007.922
Finansal giderler (-)	24	(54.658.600)	(53.053.328)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		81.783.848	108.248.320
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri			
- Dönem vergi gideri (-)	25	(4.581.854)	(43.676.005)
- Ertelenmiş vergi gelir /gideri	25	(4.430.796)	31.989.428
DÖNEM KARI		72.771.198	96.561.743
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları/kayıpları		(2.141.752)	(1.281.279)
Vergi etkisi		428.350	256.256
Diğer kapsamlı gelir / (gider) vergi sonrası		(1.713.402)	(1.025.023)
Toplam kapsamlı gelir		71.057.796	95.536.720
Hisse başına kazanç (kr)	26	0,303	0,402

EK-4.**KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.****BİLANÇO**

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR		186.721.795	154.659.713
Nakit ve Nakit Benzerleri	5	3.731.307	1.235.155
Ticari Alacaklar			
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	26	6.767.258	6.106.781
-Diğer ticari alacaklar	8	55.447.246	42.798.461
Diğer Alacaklar			
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	26	367.278	476.834
Stoklar	10	70.896.691	70.255.321
Diğer Dönen Varlıklar	16	49.512.015	33.787.161
DURAN VARLIKLAR		281.471.703	260.365.576
Finansal Yatırımlar	6	2.114	2.114
Maddi Duran Varlıklar	11	243.989.509	217.539.890
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	22.936.425	22.513.405
Ertelenmiş Vergi Varlığı	24	13.886.571	17.423.629
Diğer Duran Varlıklar	16	657.084	2.886.538
TOPLAM VARLIKLAR		468.193.498	415.025.289

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		210.292.016	242.259.657
Finansal Borçlar			
-Finansal borçlar	7	31.837.118	46.898.298
-Faktoring borçları	7	12.555.078	10.272.122
Ticari Borçlar			
-İlişkili taraflara ticari borçlar	26	41.418.959	56.794.450
-Diğer ticari borçlar	8	110.561.137	108.043.813
Diğer Borçlar			
-İlişkili taraflara diğer borçlar	26	2.158	2.158
Borç Karşılıkları	9	6.909.822	5.447.661
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16	6.846.789	14.801.155
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24	160.955	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		103.397.016	61.926.160
Finansal Borçlar	7	96.934.085	55.953.257
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	15	6.462.931	4.934.125
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16	-	1.038.778
ÖZKAYNAKLAR		154.504.466	110.839.472
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak		156.748.602	119.952.007
Ödenmiş Sermaye	17	260.000.000	195.552.567
Ödenmiş Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkı	17	22.585.778	22.585.778
Hisse Senedi İhraç Primleri	17	6.032.022	5.864.260
Değer Artış Fonları	11	57.168.897	58.803.624
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	17	1.031.613	1.031.613
Birleşmeye İlişkin İlave Özsermaye Katkısı	3,17	(12.402.788)	(12.402.788)
Geçmiş Yıllar Zararları	17	(149.848.320)	(116.302.541)
Net Dönem Zararı		(27.818.600)	(35.180.506)
Azınlık Payları		(2.244.136)	(9.112.535)
TOPLAM KAYNAKLAR		468.193.498	415.025.289

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	6	39.440.493	14.398.777
Ticari alacaklar			
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	5	8.920.075	17.183.649
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	9	133.843.105	65.239.120
Diğer alacaklar			
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	5	-	203.769
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar		1.693.163	1.542.756
Stoklar	11	96.118.874	176.673.538
Peşin ödenmiş giderler	12	17.815.412	5.447.034
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar		298.414	45.449
Diğer dönen varlıklar	18	118.132.416	74.448.624
		416.261.952	355.182.716
Satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar	13	29.301.831	-
Toplam dönen varlıklar		445.563.783	355.182.716
DURAN VARLIKLAR			
Ticari alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	9	172.965.380	-
Finansal yatırımlar	7	313.793	2.114
Maddi duran varlıklar	13	295.778.784	331.565.716
Maddi olmayan duran varlıklar			
-Diğer maddi olmayan duran varlıklar	14	92.640.348	27.526.350
Peşin ödenmiş giderler	12	5.227.153	2.716.278
Ertelenmiş vergi varlığı	25	19.003.402	11.628.866
Diğer duran varlıklar	18	56	56
Toplam Duran Varlıklar		585.928.916	373.439.380
TOPLAM VARLIKLAR		1.031.492.699	728.622.096

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli borçlanmalar	8	24.813.084	55.488.778
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	8	57.241.616	4.426.729
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	5	85.248.862	74.867.699
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	9	41.692.556	106.748.316
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	17	6.189.652	3.975.192
Diğer borçlar			
-İlişkili taraflara diğer borçlar	5	-	19.399.460
Ertelenmiş gelirler	12	648.423	1.727.737
Dönem karı vergi yükümlülüğü		41.973	62.365
Kısa vadeli karşılıklar			
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	10	3.865.769	13.561.981
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	18	1.658.580	1.735.856
Toplam kısa vadeli yükümlülükler		221.400.515	281.994.113
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun vadeli borçlanmalar	8	421.629.057	183.613.394
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar 17 10.197.866 9.928.843			
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	10	44.633.768	-
Ertelenmiş gelirler	12	166.213	234.653
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		476.626.904	193.776.890
ÖZKAYNAKLAR			
Ana ortaklığa ait özkaynaklar		341.878.290	259.811.480
Ödenmiş sermaye	19	460.000.000	260.000.000
Sermaye avansları	19	-	126.915.298
Sermaye düzeltme farkları	19	22.585.778	22.585.778
Birleşmeye ilişkin ilave özsermaye katkısı	3,19	(12.402.788)	(12.402.788)
Paylara ilişkin primler	19	6.139.733	6.032.022
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak Birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderler			
- Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları	13	85.478.836	90.678.476
- Diğer kayıplar	2.1.7	(1.775.182)	-
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	19	1.031.613	1.031.613
Geçmiş yıllar zararları	19	(235.028.919)	(175.976.370)
Net dönem karı/(zararı)		15.849.219	(59.052.549)
Kontrol gücü olmayan paylar		(8.413.010)	(6.960.387)
Toplam Özkaynaklar		333.465.280	252.851.093
TOPLAM KAYNAKLAR		1.031.492.699	728.622.096

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve nakit benzerleri	6	17.778.999	39.440.493
Ticari alacaklar			
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	5	10.974.960	8.920.075
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	9	158.317.565	134.883.355
Diğer alacaklar			
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar		1.079.455	1.693.163
Stoklar	11	90.189.394	96.118.874
Peşin ödenmiş giderler	12	10.390.047	17.815.412
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar		876.427	298.414
Diğer dönen varlıklar	18	22.041.212	118.132.416
Satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar	30	29.301.831	29.301.831
Toplam Dönen Varlıklar		340.949.890	446.604.033
DURAN VARLIKLAR			
Ticari alacaklar			
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	9	118.295.313	171.925.130
Finansal yatırımlar	7	265.634	313.793
Maddi duran varlıklar	13	409.092.583	295.778.784
Maddi olmayan duran varlıklar			
-Diğer maddi olmayan duran varlıklar	14	148.425.489	92.640.348
Peşin ödenmiş giderler	12	15.594.647	5.227.153
Ertelenmiş vergi varlığı	26	32.064.260	19.003.402
Diğer duran varlıklar	18	70.000.000	56
Toplam Duran Varlıklar		793.737.926	584.888.666
TOPLAM VARLIKLAR		1.134.687.816	1.031.492.699

KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.

GELİR TABOLSU

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa vadeli borçlanmalar	8	18.294.729	24.813.084
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	8	98.359.137	57.241.616
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	5	8.363.796	85.248.862
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	9	59.645.315	41.692.556
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	17	5.045.260	4.505.778
Ertelenmiş gelirler	12	1.207.420	648.423
Dönem karı vergi yükümlülüğü	26	150.159	41.973
Kısa vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	17	1.996.996	1.683.874
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	10	15.752.697	3.865.769
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	18	2.049.569	1.658.580
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler		210.865.078	221.400.515
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun vadeli borçlanmalar	8	642.038.796	421.629.057
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	17	13.172.875	10.197.866
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	10	35.435.359	44.633.768
Ertelenmiş gelirler	12	331.381	166.213
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler		690.978.411	476.626.904
ÖZKAYNAKLAR			
Ana ortaklığa ait özkaynaklar		256.543.313	341.878.290
Ödenmiş sermaye	19	460.000.000	460.000.000
Sermaye düzeltme farkları	19	22.585.778	22.585.778
Birleşmeye ilişkin ilave özsermaye katkısı	3, 19	(12.402.788)	(12.402.788)
Paylara ilişkin primler	19	6.139.733	6.139.733
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderler			
- Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları	13	80.480.862	85.478.836
- Diğer kayıplar	19	(3.336.110)	(1.775.182)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderler			
- Yabancı para çevrim farkları		44.533	-

Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	19	1.031.613	1.031.613
Geçmiş yıllar zararları	19	(212.619.021)	(235.028.919)
Net dönem (zararı)/karı		(85.381.287)	15.849.219
Kontrol gücü olmayan paylar		(23.698.986)	(8.413.010)
Toplam özkaynaklar		232.844.327	333.465.280
TOPLAM KAYNAKLAR		1.134.687.816	1.031.492.699



		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış Gelirleri	18	798.305.569	553.947.257
Satışların Maliyeti	18	(732.759.256)	(550.511.021)
BRÜT KAR		65.546.313	3.436.236
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	19	(22.702.103)	(15.046.146)
Genel Yönetim Giderleri (-)	19	(25.003.551)	(18.192.770)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	19	(1.133.206)	(685.620)
Diğer Faaliyet Gelirleri	21	3.276.231	3.938.923
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	21	(1.077.918)	(2.417.168)
VERGİ ÖNCESİ ZARAR		(28.779.222)	(45.473.730)
Vergi Gelir/Gideri			
- Dönem Vergi Gideri	24	(924.883)	(311.217)
- Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	24	(3.537.058)	4.702.579
DÖNEM ZARARI		(33.241.163)	(41.082.368)
Diğer Kapsamlı Gelir		-	-
TOPLAM KAPSAMLI GİDER		(33.241.163)	(41.082.368)
Dönem Zararının / Kapsamlı Giderin Dağılımı		(33.241.163)	(41.082.368)
Azınlık Payları		(5.422.563)	(5.901.862)
Ana Ortaklık Payları		(27.818.600)	(35.180.506)
Hisse başına kayıp	25	(0,00165)	(0,00224)

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
Hasılat	20	912.548.887	582.738.165
Satışların maliyeti (-)	20	(751.576.474)	(557.015.410)
BRÜT KAR		160.972.413	25.722.755
Pazarlama giderleri (-)	21	(88.517.339)	(22.498.578)
Genel yönetim giderleri (-)	21	(33.074.783)	(27.065.413)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	21	(1.790.914)	(1.549.664)
Esas faaliyetten diğer gelirler	23	125.625.780	37.817.608
Esas faaliyetten diğer giderler (-)	23	(97.771.905)	(34.636.432)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)		65.443.252	(22.209.724)
Yatırım faaliyetlerinden gelirler		1.771.567	1.502.238
Yatırım faaliyetlerinden giderler		(1.802.256)	(1.690.857)
Finansman gideri öncesi faaliyet karı/(zararı)		65.412.563	(22.398.343)
Finansman giderleri (-)	24	(67.414.921)	(43.318.833)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ ZARARI		(2.002.358)	(65.717.176)
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri			
- Dönem vergi gideri	25	(373.297)	(609.875)
- Ertelenmiş vergi geliri	25	6.785.565	2.728.251
DÖNEM KARI/(ZARARI)		4.409.910	(63.598.800)
Dönem karı/(zararı) dağılımı		4.409.910	(63.598.800)
Kontrol gücü olmayan paylar		(11.439.309)	(4.546.251)
Ana ortaklık payları	26	15.849.219	(59.052.549)
Pay başına kazanç/(kayıp)			
-Sürdürülen faaliyetlerden pay başına kazanç/(kayıp)	26	0,00055	(0,00023)

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
Hasılat	20	358.284.009	912.548.887
Satışların maliyeti (-)	20	(323.911.959)	(751.576.474)
BRÜT KAR		34.372.050	160.972.413
Pazarlama giderleri (-)	21	(51.112.988)	(88.517.339)
Genel yönetim giderleri (-)	21	(35.863.427)	(33.074.783)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	21	(2.150.105)	(1.790.914)
Esas faaliyetten diğer gelirler	23	81.500.144	125.625.780
Esas faaliyetten diğer giderler (-)	23	(83.577.525)	(97.771.905)
ESAS FAALİYET (ZARARI) /KARI			
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	25	3.343.134	1.771.567
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	25	(11.192.458)	(1.802.256)
Finansman gideri öncesi faaliyet (zararı)/karı		(64.681.175)	65.412.563
Finansman giderleri (-)	24	(46.134.065)	(67.414.921)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ ZARARI		(110.815.240)	(2.002.358)
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri			
- Dönem vergi gideri	26	(628.298)	(373.297)
- Ertelenmiş vergi geliri	26	11.424.920	6.785.565
Dönem (zararı)/karı		(100.018.618)	4.409.910
Dönem (zararı)/karı dağılımı		(100.018.618)	4.409.910
Kontrol gücü olmayan paylar		(14.637.331)	(11.439.309)
Ana ortaklık payları	27	(85.381.287)	15.849.219
Pay başına (kayıp)/kazanç			
-Sürdürülen faaliyetlerden pay başına (kayıp)/kazanç	27	(0,00186)	0,00055

EK-5.

ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

BİLANÇO

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR		268.174.140	244.549.815
Nakit ve nakit benzerleri		16.455.647	13.737.183
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	25	1.822.228	2.742.807
- Diğer ticari alacaklar	7	111.041.026	84.416.791
Diğer alacaklar	8	502.009	3.134.401
Stoklar	9	131.728.762	135.310.450
Diğer dönen varlıklar	15	6.624.468	5.208.183
DURAN VARLIKLAR		84.044.969	85.478.604
Ticari alacaklar	7	-	124.815
Diğer alacaklar	8	1.660	1.367
Finansal yatırımlar	5	3.898	3.898
Maddi duran varlıklar	10	61.813.717	64.847.596
Maddi olmayan duran varlıklar	11	14.006.261	10.864.354
Şerefiye	11	2.340.995	2.340.995
Ertelenmiş vergi varlığı	23	5.872.846	7.287.106
Diğer duran varlıklar	15	5.592	8.473
TOPLAM VARLIKLAR		352.219.109	330.028.419

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		168.577.045	160.874.027
Finansal borçlar	6	92.709.308	76.812.537
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	25	39.145.685	54.025.574
- Diğer ticari borçlar	7	26.941.221	20.777.957
Diğer borçlar	8	3.145.035	3.221.748
Dönem karı vergi yükümlülüğü	23	44.056	45.469
Borç karşılıkları	13	5.684.222	5.108.489
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	15	907.518	882.253
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		8.496.101	7.361.552
Kıdem tazminatı karşılığı	14	7.603.404	6.363.428
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	892.697	998.124
ÖZKAYNAKLAR	16	175.145.963	161.792.840
Ödenmiş sermaye		25.419.707	25.419.707
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkları		86.901.880	86.901.880
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		13.739.132	13.661.519
Geçmiş yıllar kar/ (zararı)		35.713.916	40.352.286
Net dönem karı /(zararı)		13.352.821	(4.557.964)
Azınlık Payları	16	18.507	15.412
TOPLAM KAYNAKLAR		352.219.109	330.028.419

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		554.838.527	341.823.749
Nakit ve nakit benzerleri	4	89.832.793	17.375.341
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	28	862.968	411.807
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	209.593.481	151.327.905
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	552.576	9.249.054
Stoklar	9	148.170.807	155.722.136
Peşin Ödenmiş Giderler	16	288.556	153.283
Diğer dönen varlıklar	16	5.537.346	3.345.435
Ara Toplam		554.838.527	337.584.961
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	17	-	4.238.788
DURAN VARLIKLAR		93.170.312	83.994.765
Finansal Yatırımlar	5	3.898	3.898
Ticari Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	1.071.968	127.604
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	2.009	1.569
Maddi Duran Varlıklar	10	65.199.149	55.994.613
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	24.551.268	17.786.980
Şerefiye	12	2.340.995	2.340.995
Peşin Ödenmiş Giderler	16	1.025	2.796
Ertelenmiş Vergi Varlığı	26	-	7.736.310
TOPLAM VARLIKLAR		648.008.839	425.818.514

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		238.584.165	187.451.634
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6	85.185.677	75.697.094
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	28	83.558.259	49.538.159
- İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	7	53.860.527	47.854.453
Diğer borçlar			
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	28	9.109	13.066
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	8	6.320.022	7.922.757
Ertelenmiş gelirler	16	789.076	632.183
Dönem karı vergi yükümlülüğü	26	823.708	46.038
Kısa Vadeli Karşılıklar			
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	14	8.037.787	5.747.884
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		44.090.255	72.301.211
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6	29.365.000	60.000.000
Ertelenmiş Gelirler	16	1.306.521	1.300.637
Uzun Vadeli Karşılıklar			
- Kıdem tazminatı karşılığı	15	11.114.649	11.000.574
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	26	2.304.085	-
ÖZKAYNAKLAR	18	365.334.419	166.065.669
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		365.313.326	166.046.871
Ödenmiş sermaye		25.419.707	25.419.707
Sermaye düzeltme farkları		86.901.880	86.901.880
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları		453.176	(70.483)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		14.744.014	14.693.894
Nakit akım koruması ile ilgili birikmiş zarar			
Geçmiş yıllar karları / zararları		39.048.753	37.762.889
Net dönem karı / zararı		198.745.796	1.338.984
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	18	21.093	18.798
TOPLAM KAYNAKLAR		648.008.839	425.818.514

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		577.973.787	555.910.495
Nakit ve nakit benzerleri	4	111.118.458	189.832.793
Ticari alacaklar			
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	27	1.611.811	862.968
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	229.092.922	209.593.481
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	532.869	552.576
Stoklar	9	221.883.025	148.170.807
Peşin Ödenmiş Giderler	16	298.936	288.556
Diğer dönen varlıklar	16	13.435.766	6.609.314
DURAN VARLIKLAR		114.663.437	92.098.344
Finansal Yatırımlar	5	-	3.898
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	8	186	2.009
Maddi Duran Varlıklar	10	78.011.614	65.199.149
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	34.290.920	24.551.268
Şerefiye	12	2.340.995	2.340.995
Peşin Ödenmiş Giderler	16	19.722	1.025
TOPLAM VARLIKLAR		692.637.224	648.008.839

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	Dipnotlar	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		314.051.734	238.584.165
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6	75.804.666	85.185.677
Ticari borçlar			
- İlişkili taraflara ticari borçlar	27	142.568.720	83.558.259
- İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	7	73.573.992	53.860.527
Diğer borçlar			
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	27	9.109	9.109
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	8	10.582.548	6.320.022
Ertelenmiş gelirler	16	1.005.023	789.076
Dönem karı vergi yükümlülüğü	25	75.244	823.708
Kısa Vadeli Karşılıklar			
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	14	10.432.432	8.037.787
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		44.683.087	44.090.255
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6	28.207.000	29.365.000
Ertelenmiş Gelirler	16	1.683.193	1.306.521
Uzun Vadeli Karşılıklar			
- Kıdem tazminatı karşılığı	15	12.493.579	11.114.649
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	25	2.299.315	2.304.085
ÖZKAYNAKLAR	17	333.902.403	365.334.419
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		333.902.403	365.313.326
Ödenmiş sermaye		25.419.707	25.419.707
Sermaye düzeltme farkları		86.901.880	86.901.880
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		112.998	453.176
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları			
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		159.657.537	14.744.014
Geçmiş yıllar karları / zararları		27.468.021	39.048.753
Net dönem karı / zararı		34.342.260	198.745.796
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	17	-	21.093
TOPLAM KAYNAKLAR		692.637.224	648.008.839

ANADOLU ISUZU GELİR TABLOSU

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış Gelirleri	17	474.007.706	339.927.545
Satışların Maliyeti (-)	17	(402.352.491)	(296.308.299)
BRÜT KAR		71.655.215	43.619.246
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	18	(33.248.943)	(26.876.359)
Genel Yönetim Giderleri (-)	18	(18.780.028)	(17.770.105)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	18	(1.099.820)	(842.030)
Diğer Faaliyet Gelirleri	20	4.833.409	4.209.804
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	20	(1.212.509)	(947.434)
FAALİYET KARI/(ZARARI)		22.147.324	1.393.122
Finansal Gelirler	21	11.204.914	5.324.913
Finansal Giderler (-)	22	(18.404.603)	(13.746.993)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)		14.947.635	-7.028.958
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)		(1.591.719)	2.472.187
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	23	(177.459)	(160.812)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	23	(1.414.260)	2.632.999
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)		13.355.916	(4.556.771)
DÖNEM KARI/(ZARARI)		13.355.916	(4.556.771)
Azınlık Payları		3.095	1.193
Ana Ortaklık Payları		13.352.821	(4.557.964)
100 Adet Hisse Başına Kazanç/(Kayıp)	24	0,5253	(0,1793)

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012
KAR VEYA ZARAR KISMI			
Hasılat	19	645.057.510	537.302.213
Satışların maliyeti (-)	19	(539.981.844)	(468.992.514)
BRÜT KAR / ZARAR		105.075.666	68.309.699
Genel yönetim giderleri (-)	20	(23.369.189)	(21.873.270)
Pazarlama Giderleri (-)	20	(52.977.756)	(40.178.517)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	20	(2.379.672)	(1.673.415)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	22	5.309.954	11.226.079
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	22	(6.128.983)	(2.099.807)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)		25.530.020	13.710.769
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	23	187.368.572	254.671
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	23	(79.694)	(83.062)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/(ZARARI)		212.818.898	13.882.378
Finansman Giderleri (-)	25	(16.204.657)	(17.742.174)
Finansman Gelirleri	24	14.281.654	3.505.237
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / ZARARI		210.895.895	(354.559)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)		(12.147.804)	1.693.834
- Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	26	(2.238.324)	(152.009)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	26	(9.909.480)	1.845.843
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)		198.748.091	1.339.275
DÖNEM KARI/(ZARARI)		198.748.091	1.339.275
Dönem Kar/(Zararının) Dağılımı	18	198.748.091	1.339.275
Kontrol gücü olmayan paylar	18	2.295	291
Ana ortaklık payları	18	198.745.796	1.338.984
Sürdürülen Faaliyetlerden 100 Adet Pay Başına Kazanç/(Kayıp)	27	7,8186	0,0527

		Cari Dönem	Geçmiş Dönem
Türk Lirası (TL)	DİPNOTLAR	31 Aralık 2014	31 Aralık 2013
KAR VEYA ZARAR KISMI			
Hasılat	18	729.143.932	645.057.510
Satışların maliyeti (-)	18	(603.856.665)	(539.981.844)
BRÜT KAR / ZARAR		125.287.267	105.075.666
Genel yönetim giderleri (-)	19	(29.988.064)	(23.369.189)
Pazarlama Giderleri (-)	19	(62.478.616)	(52.977.756)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	19	(2.373.599)	(2.379.672)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	21	10.466.427	5.309.954
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	21	(6.095.399)	(6.128.983)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)		34.818.016	25.530.020
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	22	307.394	187.368.572
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	22	(218.779)	(79.694)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI		34.906.631	212.818.898
Finansman Giderleri (-)	24	(19.172.283)	(16.204.657)
Finansman Gelirleri	23	22.955.411	14.281.654
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)		38.689.759	210.895.895
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)		(4.347.499)	(12.147.804)
- Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	25	(4.267.224)	(2.238.324)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	25	(80.275)	(9.909.480)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)		34.342.260	198.748.091
DÖNEM KARI/(ZARARI)		34.342.260	198.748.091
Dönem Kar/(Zararının) Dağılımı	17	34.342.260	198.748.091
Kontrol gücü olmayan paylar	17	-	2.295
Ana ortaklık payları	17	34.342.260	198.745.796
Sürdürülen Faaliyetlerden 100 Adet Pay Başına Kazanç/(Kayıp)	26	1,3510	7,8186