

## PAZARLAMA AÇISINDAN FİZİKSEL DAĞITIMDA TOPLAM MALİYET YAKLAŞIMINA BİR BAKIŞ

Dr. Ruziye COP\*

### GİRİŞ

İçinde yaşadığımız 2000'li yıllar öncesinde eğilimi süratle artan üretim tekniklerindeki gelişmelerle üretim artmış ve birim ürün maliyetleri azalmıştır. Diğer taraftan artan üretimin tüketicilere ulaştırılması için bir kısım çabalara ve hizmetlere ihtiyaç duyulmuştur. Bu çaba ve hizmetlerin yerine getirilmesi ile birlikte yapılan faaliyetler de fiziksel dağıtım maliyetlerini artırmıştır. Son yıllarda gelişmiş ülkelerin büyük işletmelerinin yöneticileri artık bu artan fiziksel dağıtım maliyetlerini azaltmak için önlemler almaya başlamışlardır.

Dünyada pazarlama ağının gelişmesiyle önem kazanmaya başlayan fiziksel dağıtımın bir sistem olarak üzerinde durulması gerektiği yeni yeni anlaşılmaya başlamıştır. Fiziksel dağıtım faaliyetlerinin rasyonel bir biçimde yürütülmesi, özellikle gelişme sürecinde olan ülkeler açısından iç ve dış pazarın canlanmasına, refah düzeyinin yükselmesine, işletmeler açısından ise, yeni üstünlükler sağlayabilecek bir rekabet aracı olarak kullanılmasına yol açar.

Ülkemizin ekonomik gelişmesiyle birlikte artan rekabet sonucunda fiziksel dağıtımına gerekli önemin verilmesi işletmeleri rakipleri karşısında güçlü kılacaktır. İç ve dış pazar canlanacak bunun sonucunda ülkenin refah düzeyi artabilecektir.

Pazarlama yöneticilerinin çeşitli problemleri sağlıklı çözüp karar alıp, kontrol edebilmeleri için maliyetlerin doğru olarak belirlenip, bilinmesi gerekmektedir. İşte bu nedenle malların üretilip veya satın alınıp depoya konulması anından tüketicilerin eline ulaştırılıp paraya çevrilinceye kadar geçen zaman süresi içinde yapılan giderlerden oluşan pazarlama maliyetlerinin bilinmesi gerekir<sup>1</sup>.

\* Abant İzzet Baysal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi.

<sup>1</sup> Nalan Akdoğan, Pazarlama Maliyeti ve Muhasebesi, A.İ.T.İ.Ä. yayın no: 197 Ankara, 1982 s.4.

Bu pazarlama maliyetleri içinde bir mal veya hizmetin üretim noktasından tüketim noktasına ulaştırılmasında kullanılan giderlerden oluşan fiziksel dağıtım maliyetleri önemli bir yer tutar. Bu nedenle fiziksel dağıtım maliyetlerinin iyi bir planlama, kontrol, toplam maliyet yaklaşımıyla azaltılabileceği düşünüldüğünde sistem yaklaşımından hareket edilmelidir.

Fiziksel dağıtım müşteri hizmet seviyesiyle birlikte sistem olarak ele aldığımızda beş fonksiyondan söz edebiliriz<sup>2</sup>.

a- Kuruluş Yeri ve Depo Yeri seçimi (Fabrika ve depoyu nereye kuracağız?)

b- Ambalajlama ve malzeme aktarımı (Ürünleri nasıl gruplayıp, ambalajlayalım ki hareket ve depolama ekonomisi sağlansın?)

c- Depolama (Ürünleri nereye, nasıl koyacağız?)

d- Stok Yönetimi ve Sipariş işleme (Stokları ne miktarda, hangi sipariş işletme yöntemini kullanarak işleyeceğiz?)

e- Taşıma (Ne tip bir taşıma yöntemi kullanacağız?)

Bu fiziksel dağıtım fonksiyonlarının her bir kaleminin maliyete neden olduğu, bu maliyet kalemlerinin birbirlerine bağlı olduğu, bu fonksiyonlardan biriyle ilgili kararın diğerlerine maliyet ve verimliliğini etkileyeceği bilinmektedir.

### FİZİKSEL DAĞITIM MALİYETLERİNİN TOPLAM MALİYETLER İÇİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

İşletmeler müşterilerin tam bir tatminini sağlayacak ürün ve hizmetlerin tasarlanması, üretilmesi, satılması ve garanti edilmesine çalışıp kar etmeyi ve hayatlarını devam ettirmeyi amaçlarken faaliyetleri sürdürmek için çeşitli maliyetlerle karşılaşır.

Fiziksel dağıtım fonksiyonlarını gerçekleştirirken oluşan maliyetler, işletmelerin rekabet imkanlarını kolaylaştırırken işletmenin karlılığını artırmasına yardımcı olacak şekilde azaltabilmesi nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Dağıtımın en verimli şekilde yapılması için fiziksel dağıtım fonksiyonlarının analiz edilmesi, geliştirilmesi ve etkinlik kazandırılmasını sağlayacak çalışmalarda fiziksel dağıtım maliyet menkeçlerinin ve bu noktalarda ortaya çıkan maliyetlerin kesin ve gerçekçi bir biçimde bilinmesi gerekir<sup>3</sup>.

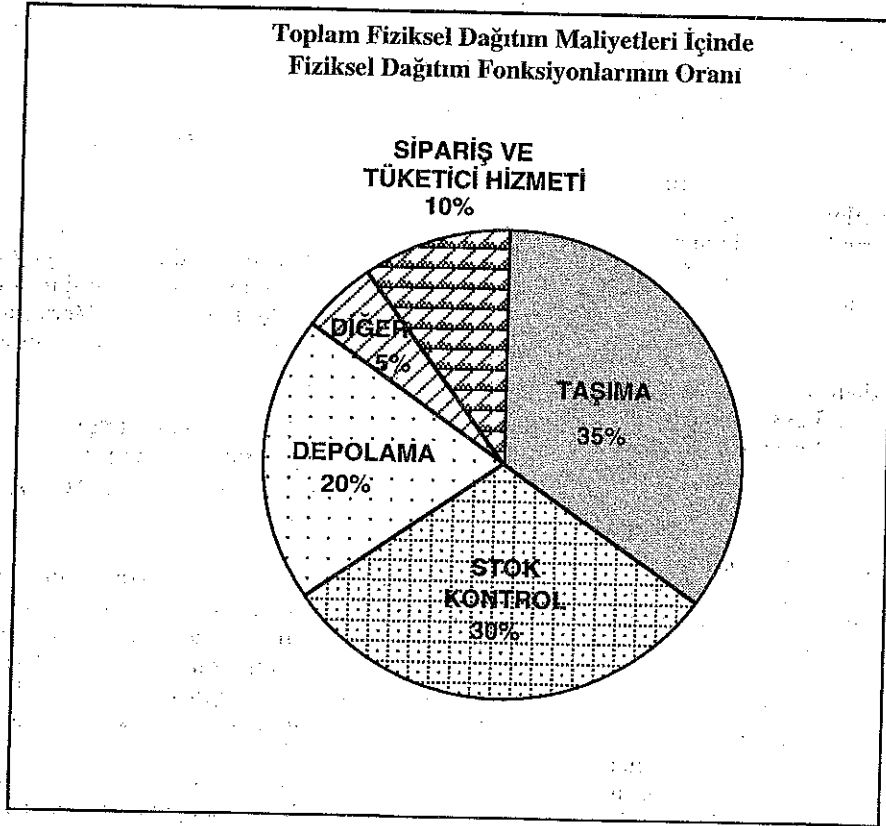
<sup>2</sup> R. Philip Cateror, John M. Hess. International Marketing. Third Edition. 1975: s.554.

<sup>3</sup> Johannes Bidlingmaier Marketing c.2 Rowohlt T. Verlag Roinbek, Hamburg, 1973 s.359.

Tüketiciler satın aldıkları mallar için ödedikleri paranın %3 ile %40 arasındaki miktarını fiziksel dağıtım maliyetleri için ödemektedirler<sup>4</sup>. Aynı zamanda pazarlama maliyetlerinin %40'ına yaklaşan bir kısmını da fiziksel dağıtım maliyetleri oluşturmaktadır. Toplam Maliyetler içinde fiziksel dağıtım maliyetlerinin payını yüksek olmasına rağmen muhasebe kayıtlarında fiziksel dağıtım maliyet kalemlerini ayrı ayrı görmek, ayırmak ve çıkarmak zordur. İşletmelerin tüm faaliyetlerine yönelik muhasebe sistemleri genellikle üretim ve finansman fonksiyonlarına yönelik olup faaliyet raporlarında fiziksel dağıtım maliyetlerinin etkileri görülmemektedir.

açısından baktığımızda azaltılması gereken maliyet kalemleri ile ilgili yetki, sorumluluk ve kontrolün bir yöneticinin elinde olması veya yöneticiler arasında ortaklaşa bir çalışma yapılabilmesi gerekmektedir<sup>5</sup>. İşletme yöneticilerinin ellerinin altında bulunan bu maliyet bilgilerini bir bütün haline getirecek plan ve teknikleri geliştirmeleri lazımdır.

Fiziksel dağıtım oluşturulan maliyet kalemlerinin önemi işletmeden işletmeye değişmesine rağmen genellikle oran olarak bilinmesi işletmenin bu faaliyetlerinin sistem



Kaynak: Philip Kotler, Gary Amstrong, *Principles of Marketing*, Fourth Edition, by prentice Hall Inc 1989, s.369.

Toplam maliyet yaklaşımını uygulayan işletmelerin görülmemen ve saklı maliyet kalemleri halinde fiziksel dağıtım maliyetlerini görünür kalemler haline getirmeleri gerekir. Fiziksel dağıtıma toplam maliyetler yaklaşımı

olarak ele alınıp dengelerin kurulmasında önemlidir. Çünkü işletme yöneticileri toplam fiziksel dağıtım maliyetleriyle ilgili kararlar verirken bu maliyet oranlarını göz önüne alıp düşürmeye çalışırlar. Toplam fiziksel dağıtım maliyetleri içinde fiziksel dağıtım

<sup>4</sup> İsmail Kaya, *Pazarlama Bileşeni Olarak Fiziksel Dağıtımın Önemi ve Türkiye'deki Durumu*, İ.Ü.İşletme Fakültesi Pazarlama Enstitüsü Yayın No: 13 İstanbul, 1976, s.77.

<sup>5</sup> Roseberg S. Larry *Marketing* Prentice Hall Inc Englewood Cliffs, Newjersey 1977 s.524-526.

fonksiyonlarının maliyetlerini oran olarak şu şekilde gösterebiliriz<sup>6</sup>.

Bu fiziksel dağıtım maliyet kalemlerinin her birinde meydana getirilecek bir maliyet indirimi diğer kalemlerde artışa neden olabilir. Bu nedenle fiziksel dağıtım maliyet-lerini bir bütün olarak ele alıp en iyi şekilde organize edip maliyet indirimine gitmeye çalışılmalıdır.

## FİZİKSEL DAĞITIMDA TOPLAM MALİYET PLANLAMASI

Mamül malların akışını kontrol eden bir sistem olan fiziksel dağıtımın makro açıdan milli gelir seviyesinde, mikro açıdan işletmeler seviyesinde hesaplanmasına ihtiyaç vardır. İyi bir planlama yardımı ile toplam maliyet yaklaşımından yararlanarak gerçekleştirilecek etkin ve uygun bir fiziksel dağıtım sistemi üretici işletmelere ve tüketici gruplara büyük yararlar sağlayabilir<sup>7</sup>. Bu nedenle fiziksel dağıtım fonksiyonlarını sistemli olarak ele alıp, bütün olarak, analizini yapmak için toplam maliyet yaklaşımından yararlanılabilir<sup>8</sup>. Fiziksel dağıtım sisteminde hedef önceden belirlenmiş bir hizmet sayesinde mümkün olan en düşük toplam maliyetle en etkin bir biçimde erişmektedir<sup>9</sup>.

Fiziksel dağıtımda toplam maliyetlerin minimum tutulup arzulanan hizmet seviyesinde olması için işletme yöneticileri ile işletme fonksiyonları ve fiziksel dağıtım fonksiyonlarını yürüten departman yöneticilerinin tam bir işbirliği içinde çalışmaları gerekir. Çünkü fiziksel dağıtım kararları işletmedeki bütün maliyet kalemlerini etkiler ve maliyet kalemi diğerleri ile ilişki içindedir. Toplam maliyet planlamasında maliyetler birbirinden ayrı olarak değil de bir arada bir bütün olarak ele almak gerekir.

<sup>6</sup> Philip Kotler, Gary Armstrong, Principles of Marketing, Fourth Edition by Prentice Hill Inc, 1989, s.369.

<sup>7</sup> Erdener kaynak "İşletme Verimliliğini Artırıcı Olarak Dağıtımda Toplam Maliyet Yaklaşımı" Sevk ve İdare Dergisi sayı 199, Temmuz, 1978, s.25.

<sup>8</sup> James Laskowsky Haskett "A Missing Link in Physical Distribution System Desing" Distribution Systems Firms Functions and Efficiencies, R. Clifton Anderson and William P. Dommermuth, Newyork, 1972, s.174.

<sup>9</sup> Jeremy F. Shapio, "Integreted Logistics Management Total Cost Analysis and Optimization Modelling" International Journal of the Distributions and Material Management perspectives on the Pecifickin, edited by John L. Gottopma, Volume: 22, Number:31, 1991 s.33-36.

İşletmelerde arzu edilen hedefe fiziksel dağıtımda toplam maliyet yaklaşımı ile ulaşabilmek için fiziksel dağıtım yöneticilerinin şu aşamaları inceleyerek karara varmaları gerekir.

a- Fiziksel dağıtımın mevcut durumunu ortaya koymak;

Hali hazırda uygulanan fiziksel dağıtım sistemi incelenmelidir. Örneğin fiziksel dağıtım sisteminin toplam maliyetleri ve bunu oluşturan maliyet kalemlerinin toplam maliyetler içindeki payı nedir? Bu maliyetler aşırı mıdır veya hangi noktalarda fazladır gibi.

b- Alternatiflerin Belirlenmesi

Mevcut duruma alternatif olabilecek sistemi daha düşük maliyetle daha hızlı ve dengeli bir şekilde çalıştıracak alternatifler aranır. Bir faaliyet merkezindeki maliyetlerin artışına karşılık diğer faaliyet merkezindeki maliyetlerin azaltılıp dengelenmesini sağlayacak alternatifler belirlenebilir. Bunu yaparken de müşteri hizmet düzeyini en yükseğe çıkararak fiziksel dağıtımın amaçlarına ulaşmaya çalışılır. Fiziksel dağıtım yöneticileri, müşteri hizmet düzeyi ile fiziksel dağıtım maliyetleri optimum dengeyi bulmaya çalışırlar.

İşletmelerin tüketicileri memnun edebilmeleri için makul bir hizmet düzeyini sağlayacak, fiziksel dağıtım maliyetlerini de minimum yapacak<sup>10</sup> fiziksel dağıtım merkezlerini belirleyip bu merkezlerin kendi aralarında ve diğer işletme fonksiyonları arasındaki değiş tokuş dengesinin sistemli bir şekilde ele alıp alternatifleri tesbit etmelidir.

c- Alternatiflerin Değerlendirilmesi

Fiziksel dağıtım sisteminin her aşaması için belirlenmiş bulunan çeşitli alternatiflerin maliyetleri çeşitli yollardan yürütülecek araştırmalarla belirlenip her alternatif için maliyetleri ve malın fiziksel dağıtım sisteminde kalma süreleri değerlendirilir. Bunu yaparken toplam maliyet ne kadar?, bu maliyet kalemlerinin toplam maliyet içindeki payı nedir, indirilebilir mi?, ne kadar sürede tüketiciye ulaşıyor?, bu süreyi kısaltmak mümkün müdür?, araştırılır. Daha sonra alternatifler belirlenip, düşük maliyetli, hızlı, dengeli bir şekilde çalışan alternatifler tesbit edildiğinden bunların işletmeye, mamüle ve pazar şartlarına uygun olup olmadığı açık ve kesin olarak belirtilir. Bu alternatiflerin maliyetleri işletme içi ve dışı bilgi kaynaklarından elde edilebilir. İşletme yöneticileri fiziksel dağıtım sistemini oluşturacak fonksiyonları, bir çok alternatif

<sup>10</sup> Joel R. Evans, Barry Berman, Marketing, second edition, Macmillan Publishing Co. Newyork, 1982, s.240.

arasından, maliyet, süre ve hızlı bir mamul akışı açısından ele alıp, belirleyecektir.

d- Bütün sistemin Değerlendirilmesi

Bu aşamada belirlenen alternatiflere dayanarak uygun bir fiziksel dağıtım sistemi oluşturmak üzere alternatiflerin çeşitli kombinasyonlarından oluşan çeşitli fiziksel dağıtım sistemleri değerlendirilir.

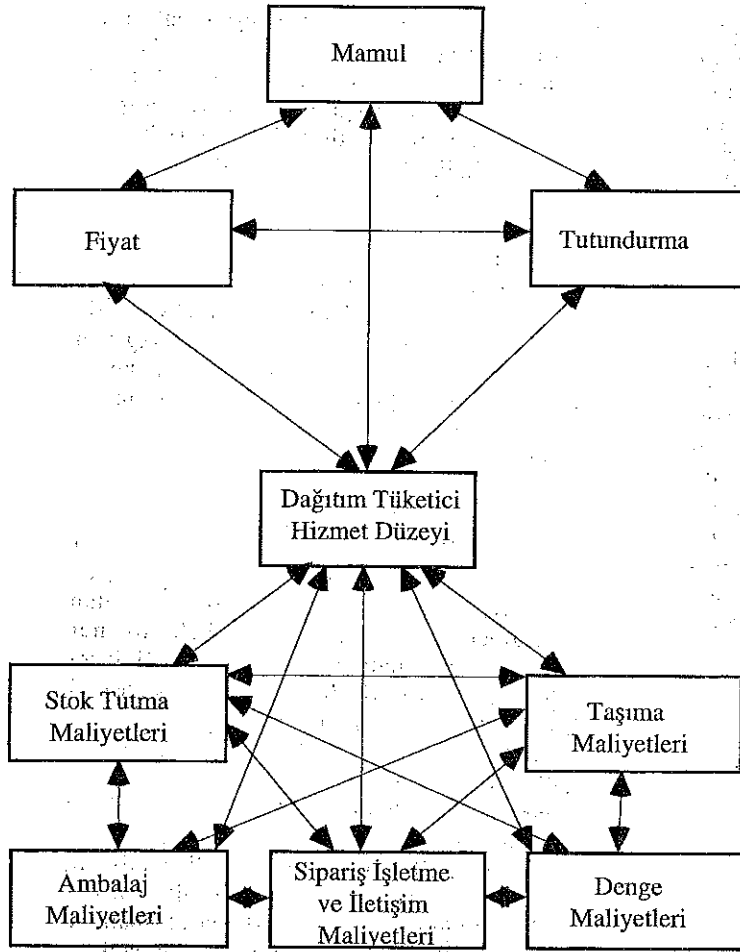
e- Kararın verilmesi

Belirlenmiş teklifler arasından hangisinin seçilip uygulanacağı kararı yöneticiler tarafından verilir. Bu karar verilirken fiziksel dağıtım maliyet kalemlerinin fiziksel dağıtım sistemine etkisini belirleyip karı maksimum yapacak fiziksel dağıtım sistemini seçmesi gerekir<sup>11</sup>.

Carrying Cost" International Journal of Channel Distribution, Volume 7, Number 4, 1977, s.196.

İşletme yöneticilerinin alternatifleri belirleyip mevcut durumda değişiklik yapma nedenleri, mevcut fonksiyonlardaki aksaklıkları gidermek, maliyetlerde tasarruf sağlayıp, tüketici hizmetlerini geliştirmeye çalışmak, fiziksel dağıtım fonksiyonlarının etkinliğini artırmak ve fiziksel dağıtım sistemlerini yeni şartlara göre ayarlamak ile ilgilidir.

**Fiziksel Dağıtım Sisteminde Değiş Tokuş Dengesinin Toplam Maliyetleri**



Kaynak: Bernard J. Lalonde, Douglas M. Lambert "A Methodology Calculating Inventory

<sup>11</sup> İsmail Kaya, "Fiziksel Dağıtım ve Dağıtım Sistemi Planlaması" Pazarlama Yönetimi Seminer Notları, İ.Ü. İşletme Fakültesi Pazarlama Enstitüsü Yayın No: 3 İstanbul 1975 s.127-141.

## Fiziksel Dağıtımda Toplam Maliyet Planlamasında Kısa Ve Uzun Dönemli Planlar

İşletmeler fiziksel dağıtımda toplam maliyet planlanmasını kısa ve uzun dönemli planlar olarak ele almalıdırlar<sup>12</sup>.

### i- Kısa Dönemli Fiziksel Dağıtımda Maliyet Planlaması

İşletmeler, kısa dönemli planları, fiziksel dağıtım etkinliğini arttırmayı gözönüne alarak yaparlar. Fiziksel dağıtım yöneticileri, kısa dönemli fiziksel planları yaparken önce fiziksel dağıtımın amacını tesbit etmek zorundadır. Önce fiziksel dağıtımın amacını tesbit etmek zorundadır. Sonra fiziksel dağıtımın stratejik planlamasını yaparak, buna göre örgütünü kurup, fiziksel dağıtım fonksiyonlarının optimizasyonu için taktik planlar, programlar geliştirirler. Son olarak da fiziksel dağıtımın geri ve ileri beslemeye uygun kontrol sistemini kurarlar.

Fiziksel dağıtım yöneticileri kaynakları, fırsatları ve güçlü yönleri birleştirerek hedeflere uygun optimizasyonu sağlayabilir.

İşletmeler kısa dönemli fiziksel dağıtım planlaması yaparlarken:

a- Mevcut faaliyetlerdeki aksaklıkları tesbit ederler. Bunlar yönetim, makine teçhizatları ve çevre ile ilgili aksaklıklar olabilir. Bu aksaklıklar alınacak tedbirlerle önlenebilir.

b- Fiziksel Dağıtım Maliyetlerini azaltmaya çalışırlar. Bunu yaparken maliyetlerin tam ve doğru olarak belirlenmiş olmasını isterler. Fiziksel dağıtım maliyet kalemlerinin hesaplanması bir tasarruf sağlasa da bu maliyetleri belirleyebilmek pek kolay değildir. İşletme yöneticileri fiziksel dağıtım maliyet kalemlerini hesaplayarak, fiziksel dağıtım fonksiyonlarının hangilerinde etkinliğini azaltmaksızın indirim yapılabileceğini belirlemeye çalışırlar.

c- Tüketici hizmet düzeyinin geliştirilmesine çalışırlar.

İşletmeler müşterilerine sattıkları mamüllerin yanı sıra bir de hizmet sunarlar. Fiziksel dağıtım yöneticileri müşteriye sunulan dağıtım hizmeti üzerinde planlama yaparken titizlikle durtmak zorundadır.

İşte işletme yöneticileri kısa dönemli planlar yaparken fiziksel dağıtım maliyetlerini de gözönüne almalıdırlar.

### ii. Uzun Dönemli Fiziksel Dağıtım Maliyet Planlaması

İşletmeler mamüllerini tüketicilere en rasyonel biçimde ulaştırmak isterlerken kullandıkları dağıtım kanallarını ve fiziksel

dağıtım faaliyetlerini zaman zaman gözden geçirmek, gerekirse değişiklik yapmak durumundadırlar. İşletme yöneticilerinin yapmış oldukları uzun dönemli fiziksel dağıtım planları işletmenin amaçlarına, hesaplarına ve kısa dönemli fiziksel dağıtım maliyet planlarına uygun olmalıdır. İşletmelerin pekçoğunda fiziksel dağıtım fonksiyonları bir kaç yöneticinin ve bölümün sorumluluğu altındadır. Aslında bütün fiziksel dağıtım fonksiyonlarının birtak yöneticinin ve bölümün sorumluluğuna bırakılması gerekir. Uzun dönemli fiziksel dağıtım planlanmasında yöneticilerin aşağıdaki basamakları izlemesi faydalı olacaktır.

a- Mevcut durum değerlemesi yapmak:

İlk olarak uygulanan fiziksel dağıtım sistemi incelenir. Fiziksel dağıtım faaliyetlerinin oluşturduğu sistem ortaya konup, değerlendirilir<sup>13</sup> ve sistemin toplam maliyeti belirlenir. Toplam maliyete ulaşmak için her fonksiyonun maliyetleri de ayrı ayrı belirlenmiş olmalıdır. Maliyetlerde fazlalık olup olmadığı, varsa hangi noktalardan kaynaklandığı belirlenir. Sonraki aşamalar da her bir fiziksel dağıtım fonksiyonu ile ilgili maliyetleri düşürücü yollar olup olmadığı araştırılacaktır. Bu aşamada sonuçta mevcut dağıtım sisteminin iki temel faktörü, maliyeti ve dağıtım süresi belirlenmiş olmaktadır.

### b- Fiziksel Dağıtım Politikasını Belirlemek

Fiziksel dağıtım yöneticisi fiziksel dağıtım maliyetlerinde ne kadar indirim yapılacak, müşteri hizmet düzeyi ne olacak, dağıtım süresi ne kadar kılacak gibi temel tercihleri üst yönetimin önüne koyup politikalarını bunlara göre belirlemesi gerekir.

### c- Dağıtım Kanallarını Yeniden Tesbit Etmek

Bu aşamada mevcut dağıtım kanallarına alternatif olabilecek ve dağıtım sisteminin işleyişini iyileştirecek başka imkanlar araştırarak ve yeni bir dağıtım kanalı sistemi ortaya konacak veya eski sistem düzenlenecek, fiziksel dağıtım faaliyetleri de bu yeni kanal sistemine göre planlanacaktır.

### d- Fiziksel Dağıtım Planlaması Yapmak

İşletmeler ürettikleri mamüllerin, tüketicilere ulaşmasını sağlayacak fiziksel dağıtım fonksiyonlarının planlanmasını da yapmak zorundadır. Bu fonksiyonlarla ilgili planları ayrı ayrı ele alırsak,

aa- Taşımanın maliyet planlaması: Belirlenen dağıtım kanallarına göre mallar üretildikleri noktadan kanalın ilk basamağında yer alan pazarlama ünitesinin deposuna veya eline geçinceye kadar taşıma zorundadır. Bu işlemin nasıl ve kimler tarafından yapılacağı, taşıma araçlarının sayısı, kapasitesi ve taşıma

<sup>12</sup> İsmail Kaya, "Fiziksel Dağıtım Planlaması" Pazarlama Yönetimi, İ.Ü.İşletme Fakültesi Pazarlama Enstitüsü Yayın No: 10 s.303-318.

<sup>13</sup> Subhash C. Jain, Marketing Planning and Strategy, second edition copyright, 1985, s.302.

araçlarının ne olacağına, maliyetler açısından da bakıp karar verilmelidir.

bb- Depoların maliyet planlaması: Dağıtım süreci içinde malların bazı noktalarında depolanmasına ihtiyaç duyulur. İşletmelerin hızlı taşıma maliyetleri ile malları bir depoda stoklamanın getireceği maliyetleri ve hızlı teslimini sağlayacağı üstünlükleri gözönüne alarak malların depolanması işinin en az maliyetle, en rasyonel biçimde yürütülmesi için çalışmalar yapmaları gerekir. Bunun yanı sıra depo yerlerinin belirlenmesinden ziyade fiziksel dağıtım fonksiyonlarını bir bütün olarak ele alan optimal oranın belirlenmesi de gerekir.

cc- Stok Maliyetleri Planlaması: Malların fiziksel dağıtımında taşıma şeklinin ve depoların planlanmasından başka dağıtım merkezlerinde ve üretim yerlerinde bulunan depolardaki merkezlerinde ve üretim yerlerinde bulunan depolardaki stokların belli bir plan çerçevesinde yönetilmesi gerekir. Stok planlaması yaparken bilgisayar kullanarak hızlı ve zamanında teslim dayalı sıfır stok veya tam zamanında (JIT) stok planlaması gibi yöntemleri de gözönüne almak gerekir. Bunu yaparken de stokların yenilenme zamanı, yöntemi ve stok miktarı belirlemek lazımdır.

dd- Sipariş İşleme Maliyetlerinin Planlanması: İşletmelerde fiziksel dağıtım sisteminin bütünü gözönüne alınırsa mal akışına ters yönde bir bilgi akışı olduğu ve dağıtımın bu akış tarafından kontrol edildiği görülür. Fiziksel dağıtım planlayan yöneticiler sipariş işlemeyi de düzenlemek zorundadır. Sipariş işleme sistemlerinin çabuk, güvenilir ve en az maliyetli olmasına dikkat edilir.

ee- Ambalajlama Maliyetlerini Planlaması: Ambalajların ve paketlerin planlanan taşıma araçlarına, depolara uygunluğundan, kullanılan malzemeden ve en az maliyetle gerçekleşmelerinden fiziksel dağıtım yöneticileri sorumludur. Ve bunun için çalışırlar.

e- Pazarı Tahmin Etmek Pazarla ilgili yapılan tahminlerden en çok fiziksel dağıtım yöneticisi yararlanır ve en çok bilgi de fiziksel dağıtım sistemiyle elde edilir. Bu nedenle uzun vadeli planlama yaparken pazar tahminlerini de gözönüne almak gerekir.

f- Değerleme Yapmak

Tek tek ele alınan fiziksel dağıtım fonksiyonlarını bütünleştirerek müşteri hizmet düzeyine ve maliyetlere bakılması gerekir. Bütün fiziksel dağıtım fonksiyonları birbirini karşılıklı olarak etkilediklerinden, fonksiyonların tek tek ele alınması ile fonksiyonların bütünleştirilmesiyle elde edilecek sonuçların farklı olması halinde geliştirilen ilk planlarda bazı değişiklikler yapılması gerekebilir.

## SONUÇ

İşletme yöneticilerinin fiziksel dağıtım maliyetlerine gereken önemi verip fiziksel dağıtım maliyetlerini azaltmak, pazarda daha geniş yer tutabilmek ve satışları artırabilmek için şu çaba ve işlemlere yer vermesi gerekir.

- Fiziksel dağıtım sistemindeki işlemleri ve maliyetleri azaltabilir. (Örneğin tüketicilere fabrikadan malları direkt olarak göndermek sureti ile bölge depolarının kaldırılması)

- Stokları ve stok maliyetlerini azaltmaya çalışabilir (Miktarları az olan stokların, taşıma giderleri ve stoklara bağlanan para miktarı azalmış olur).

- Yeterli miktarlarda stok bulundurma süresini en aza indirmeye çalışabilir (İyi bir stoklama ve kontrol yardımıyla stok yetersizliği süreleri minimize edilip, tüketiciye yapılacak hizmetler zamanın da yerine getirilerek satış hacmi yükseltilebilir.)

- Güvenilir bir dağıtım sistemi kurularak, siparişler kısa zamanda yerine getirilerek stoklara olan ihtiyaç azaltılmaya çalışabilir.

- Koruyucu ambalajlamadaki gelişmeleri izleyip maliyetleri azaltabilir (Taşıma ve depolamada küçük tip tip ambalajla mekandan daha fazla faydalanabilir.)

- Fiziksel dağıtım faaliyetlerinin iyi bir şekilde organize edilmesi sonucu talep yaratmaya çalışabilir (Bu da işletmelerin satış bürolarını artırarak depo sayısını azaltma imkanı sağlayabilir.)

- Fiziksel dağıtım maliyetlerinin azaltılması yoluyla fiyat indirimlerini arttırmaya çalışabilir.

- Teknolojik yeniliklerin fiziksel dağıtım uygulanmasına çalışılabilir (Bilgisayarlarda, haberleşme araçlarında, taşıma araçlarında en son yeniliklere yer verilebilir.)

- Üretici-tüketici ilişkisini kuvvetlendirmek için çalışabilir (bu da ancak üreticinin fiziksel dağıtım faaliyetlerini tüketicinin arzu ettikleri şekilde yerine getirilmesi ile malların tüketicilere en kısa zamanda ve emin bir şekilde gönderilmesi ile gerçekleşebilir.)

- Fiziksel dağıtım fonksiyonlarını bir sistem içinde bütünleşik olarak ele alabilir.

- Fiziksel dağıtım fonksiyonlarında tek bir yöneticinin sorumluluğunda olması sağlanabilir.

İşletme Yöneticileri Fiziksel dağıtım maliyetlerini azaltmaya çalışırken müşteri hizmet seviyesini gözönünde tutarak toplam maliyet yaklaşımını kullanmalıdır.

## KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ, ÖZELLEŞTİRİLMELERİ VE FİRMA DEĞERLERİNİN BELİRLENMESİNDE YÖNTEM SEÇİMİ

Dr. Rauf KAVUKÇU\*

### GİRİŞ

Ülkemizde 1980'li yıllardan beri en çok tartışılan ve hemen hemen çoğu siyasi partinin programlarında, seçim bildirgelerinde önemle üzerinde durduğu konulardan biri, devletin tamamına veya büyük bir kısmına sahip olduğu kamu iktisadi teşebbüsleri denilen kuruluşların özelleştirilmeleridir. Özelleştirme gerekçesi olarak ileri sürülen; bu kuruluşların bilinen nedenlerle fevkalade verimsiz çalışmaları, dolayısıyla da bütçeye aşırı yük getirerek bütçe açıklarına; diğer deyişle, büyük bir kaynak israfına neden olmalarıdır. Bu kuruluşların özelleştirilmeleri halinde kaynak israfından kurtulacağı, hatta bunların özelleştirilmesinden sağlanacak gelirlerle daha verimli projelerin desteklenerek ülke refah seviyesine önemli katkıların sağlanabileceği, yine bu iddialar çerçevesinde ileri sürülen görüşlerdir.

Söz konusu özelleştirme kapsamına ayrıca, kendilerine karma ekonomi şirketleri denilen ve devletin çeşitli oranlarda ortak olduğu özel şirketlerdeki kamu hisseleri de dahil edilmekte ve toplanması düşünülen kaynakların daha da büyüyeceği belirtilmektedir.

Özelleştirmenin faydalarının yanı sıra, sakıncalarının da gözden kaçırılmaması, tartışılan konunun bir başka boyutudur. Özelleştirmenin olumlulukları ile olumsuzlukları konumuz dışındadır.

Ele alınan konu çerçevesinde incelenmek istenen; devletin iştirakleri ile kiminin yarım kaldığı işletme ve tesisler dışında kalan KİT ve KİT-Bağlı Ortaklığı firma değerlerinin hangi değerlendirme yöntemi veya

yöntemler setinden yararlanarak belirlenebileceğidir.

Bilindiği üzere özelleştirme kapsamında olan kuruluşlardan bir kısmı özelleştirilmiş durumdadır. Bu özelleştirme, ya hisselerinin bir kısmının, ya da tamamının halka arzı veya blok satışı yoluyla gerçekleştirilmiştir. Özelleştirmelerin büyük çoğunluğu ise, çeşitli oranlarda ortak olunmuş devlet iştirakleridir.

Bugün KİT, KİT-Bağlı Ortaklığı ve iştirak niteliğinde olan bazı kuruluşların İMBK'nda belli bir piyasa değeri oluşmuş durumdadır. Ancak, bunlardan inceleme konumuzu oluşturan KİT ve KİT-Bağlı Ortaklığı niteliğindeki hangisi değerlendirme yöntemi veya yöntemler setinden yararlanılarak firma değerlerinin belirlendiği bizce bilinmemektedir. Nitekim kaynaklardan birinde "Kamu Hisselerinin Özelleştirme Fiyatları" başlığıyla hisseleri İMBK'nda işlem gören bazı kuruluşların ikinci parti hisse arz fiyatlarına yer verilmiş ve bu fiyatlara nasıl ulaşıldığı belirtilmiştir<sup>1</sup>. Söz konusu yazıda, özelleştirmeden beklenen gelir ifadesi yer almakta, fakat bu beklenen gelir rakamına nasıl ulaşıldığı ise belirtilmemektedir. Diğer ifadeyle hangi değerlendirme yöntemi sonucu bu beklenen gelir rakamının elde edildiği belli değildir. Dolayısıyla bu konunun açıklığı kavuşturulması gerekmektedir.

Bu inceleme kapsamından önce, Kamu İktisadi Teşebbüsleri, özelleştirilmesi kararlaştırılanlar ve hangi yollarla özelleştirilebilecekleri ele alınacak; sonra hisse senedine ilişkin bazı değer kavramları ile mevcut değerlendirme yöntemlerine değinilecek; daha sonra da bu yöntemlerin sahip oldukları özellikler dikkate alınarak KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları'na uygulanabilirliği tartışılacaktır.

### A) KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ VE ÖZELLEŞTİRİLMELERİ

#### 1- Kamu İktisadi Teşebbüsleri

Kamu iktisadi teşebbüsleri, esas itibarıyla birer kamu kuruluşudur. Söz konusu bu kuruluşlar, başlangıçta endüstriyel ve ticari alanda faaliyet gösteren hizmetlerin giderek genişlemesi sonucu ortaya çıkmaya ve gelişmeye başlamışlardır.

\* I.Ü. S.B.F. İşletme Bölümü Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı.

<sup>1</sup> "Kamu Hisselerinin Özelleştirme Fiyatları", NOT, 20-27 Mart 1994, s.10-12.

Kamu iktisadi teşebbüslerinin tam bir tanımını yapmakta bazı zorluklar vardır. Özellikle ülkemizde farklı zamanlarda yapılan düzenlemelerde<sup>2</sup> kamu iktisadi teşebbüsü, iktisadi devlet teşekkülü, kamu iktisadi kuruluşu gibi kavramların bazen aynı, bazen de farklı anlamlarda kullanıldığı görülmekte, bu durum ise ayrı bir karşılığa yol açmaktadır.

233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname: "Kamu iktisadi teşebbüsü kavramı, iktisadi devlet teşekkülleri ve kamu iktisadi kuruluşlarının ortak adıdır." diyerek aynı anlama gelebilecek terimleri seçse de, bunları ayrı ayrı tanımlamak ve statülerini tayin etmek suretiyle bu konudaki karmaşayı kısmen önlemiştir<sup>3</sup>.

Ülkemizde kısaca KİT denen kuruluşlara ilişkin ikili bir ayırım yapmak yanlış olmaz.

İlk ayırımıda yer alabilecek olanlardan bir kısmı, kanun koyucunun istediği zaman endüstriyel ve ticari nitelikte bir kamu kuruluşu kurması olarak Doğrudan Kurulanlar; bir kısmı da PTT, DDY ve 233 sayılı KHK çerçevesinde katma bütçeli bir kamu kurumu olan DHMİ başta olmak üzere bazı kamu kurumlarını kapsayan Mevcut Bir Kamu Kurumuna Endüstriyel ve Ticari Nitelik Kazandırılanlar olarak kamu kurumu statüsüyle organize edilenlerden oluşmaktadır.

İkinci ayırımıda yer alabilecek olanlar, şirket şeklinde organize edilenlerdir. Bunların bir bölümünü, Sermayesinin Tamamı Kamuya Ait Olanlar oluşturmaktadır. Bunlara, kamu sermayeli şirketler denilmektedir. Geriye kalanlar ise, Sermayesinin Bir Kısmı Kamuya Ait Olan ve karma ekonomi şirketleri olarak adlandırılanlardır. Bu kuruluşlar, bağlı ortaklıklar ve iştirakler şeklinde organize edilmişlerdir<sup>4</sup>.

## 2- Özelleştirme ve KİT'lerin Özelleştirilmesi

Bazı ülkelerde temelleri çok eski tarihlere dayanmakla birlikte, 1980 yılından itibaren birçok ülkede sistemli ve yaygın bir biçimde uygulama alanı bulan özelleştirme çalışmaları, 1984 yılından itibaren yapılan hukuki düzenlemelerle birlikte ülkemizde de başlamış bulunmaktadır. Kapsam bakımından çeşitli tanımlara sahip olan<sup>5</sup> özelleştirme kavramı, "devletin ekonomik faaliyetlerini azaltmak veya tamamen kaldırmak amacıyla, dar anlamda kamu iktisadi teşebbüslerinin; geniş anlamda devletin sahip olduğu her türlü mal varlığının özel mülkiyete devredilmesi" olarak tanımlanabilir.

Genelde özelleştirmeler, iki tipte gerçekleştirilmektedir. İlk tip; devlete ait payların tamamının satılması olarak Tamamen Özelleştirme'dir. İkinci tip özelleştirme ise, i) Kamuya ait bir kuruluşun hisselerinin bir kısmının satılması, ii) Söz konusu kuruluşların bağlı ortaklık, müessese, işletme, fabrika gibi birimlerinin satılması olarak Kısmen Özelleştirme şeklindedir.

Özelleştirme sürecine bakıldığında, iki önemli nokta göze çarpar. Bunlar, özelleştirmenin aşamaları ile özelleştirmenin yöntemleridir.

Günümüzde gerçekleştirilen özelleştirmeler, ülkeden ülkeye bazı farklılıklar gösterse bile genel olarak dört aşamadan ibarettir. Bunlar, i) Karar, ii) Hukuki ve teknik hazırlıklar, iii) Gerçekleşme ve iv) Sonuçların izlenmesi aşamalarıdır<sup>6</sup>.

Özelleştirmenin yöntemleri ise, çok çeşitli olabilmektedir. Özelleştirmede satış yöntemleri genel olarak, borsada satış ve piyasa dışı satış yoluyla olmak üzere iki grupta toplanmaktadır:

<sup>2</sup> Söz konusu düzenlemeler için bkz., 12 Mart 1964 tarih ve 440 sayılı "İktisadi Devlet Teşekkülleriyle Müesseseleri ve İştirakleri Hakkında Kanun" (21 Mart 1964 tarih ve 11662 sayılı R.G.) ile 12 Mayıs 1964 tarih ve 468 sayılı "Kamu İktisadi Teşebbüslerinin TBMM'nce Denetlenmesinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun" (22 Mayıs 1964 tarih ve 1709 sayılı R.G.).

<sup>3</sup> Veysel ATASOY; TÜRKİYE'DE KAMU İKTİSADI TEŞEBBÜSLERİ VE ÖZELLEŞTİRME SORUNU, Yayınlanmış Doktora Tezi, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 1993, s.25.

<sup>4</sup> ATASOY; A.g.e., s. 31-35.

<sup>5</sup> Bkz. Ahmet KILIÇBAY; TÜRK EKONOMİSİNİN 10' YILI, Milliyet Yayınları, İstanbul, 1991, s.163.; TÜSIAD; ÖZELLEŞTİRME- KİT'LERİN HALKA SATIŞINDA BAŞARI KOŞULLARI, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1986, s.13.; M.Halki CEVİZÖĞLÜ; ÖZELLEŞTİRME, İlgı Yayıncılık, İstanbul, 1989, s.19.; Öztin AKGÜÇ; EKONOMİDE GERÇEĞİ ARAYIŞ, Bağlam Yayınları, İstanbul, 1991, s.375.

<sup>6</sup> ATASOY; A.g.e., s.183-187.



## - Borsada Satış Yoluyla Özelleştirme:

Borsada satış, genelde üç şekilde gerçekleştirilmektedir. Bunlar: i) Hisse senetlerinin halka satışı yoluyla arzı, ii) Yatırımcıların elinde bulunan yatırım belgeleri ve tahvillerle değiştirilmesi suretiyle hisse senetlerinin halka takas yoluyla arzı, ve iii) Özellikle karma ekonomi şirketlerinde sermaye artırımına gidilerek kamunun paylarının azaltılması için yeni hisse senetleri ihracı yöntemleridir<sup>7</sup>.

## -Piyasa-Dışı Satış Yoluyla Özelleştirme:

Bu yöntem altında, iki şekil söz konusu olabilmektedir. Bunlar: i) Ülkemizde blok-satış olarak da tanımlanan ve bir kamu şirketinin hisselerinin tamamının veya belirli bölümünün seçilmiş alıcılara devredilmesi şeklindeki "Karşılıklı istek üzerine devretme" ile ii) Çalışanlara hisse devri yöntemleridir<sup>8</sup>.

Özelleştirmenin aşamaları ve yöntemlerine değinilmesinden sonra, konuyla ilgili olarak ülkemizde nelerin yapıldığına ve hangi gelişmelerin kaydedildiğine bakılması gerekmektedir.

Ülkemizde özelleştirme uygulamalarına yönelik çalışmalar 1984 yılında çıkarılan 2983 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun" ile başlamıştır<sup>9</sup>. Bu kanundan kısa bir süre sonra 8 Haziran 1984 tarihli "Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kararname" çıkarılmıştır. Bunu takiben çeşitli düzenlemeler yapılmış ve nihayet 20 Aralık 1991 tarih ve 473 sayılı "Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkındaki Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname" ile özelleştirme konusunda Kamu Ortaklığı İdaresi yetkili kılınmıştır<sup>10</sup>.

Özelleştirme çalışmalarının süratli bir biçimde ve bir plan dahilinde gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı tarafından THE MORGAN BANK'a bir "Özelleştirme Ana Planı" hazırlanmıştır.

Bu planda yer alan ve 1986 Haziran'ında yayınlanan üst yönetim özet raporunda, hükümet tarafından önerilen 32 KİT ve 73 iş birimi, özelleştirme açısından bir sınıflandırmaya tabi tutulmuşlardır. Buna göre plan kapsamındaki kuruluşlar önce, "birinci, ikinci ve üçüncü derecede öncelikli" olmak üzere üç ana kategoriye; daha sonra da bu üç grupta yer alan KİT'ler 8 alt kategoriye ayrılmaktadırlar<sup>11</sup>.

Özelleştirme Ana Planı'na göre, özelleştirme açısından Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin sınıflandırılması özet olarak şu şekildedir:

### -Birinci Derecede Öncelikler:

Bu grupta yer alanlar, üç alt başlıkta toplanmaktadır:

#### i) Tamamı Satılabilir Durumda Olanlar:

Bu kuruluşların mülkiyeti, kısa sürede özel sektöre devredilebilir. Bunlar: 1) Turban, 2) THY, 3) USAŞ, 4) PTT'nin TELETAŞ ve NETAŞ'ta olan iştirakleri dahil bazı iştiraklerdir.

#### ii) Çoğunluğu Satılabilir Durumda Olanlar:

Bu kuruluşlar, mal varlıklarının önemli sayılabilecek bir kısmı kâr getirme potansiyelinin olmadığı doğu bölgelerinde olan, fakat satış için cazip olanlardan oluşmaktadır. Bunlar: 1) YEMSAN, 2) ÇİTOSAN'dır.

#### iii) Büyük Bölümü Satılabilir Olanlar:

Bu kuruluşlar, satışlarını kolaylaştırmak üzere tabi oldukları mevzuat yeniden düzenlenerek mal varlıklarının büyük bölümü satılabilecek olanlardır. Burada, satışın derece ve zamanlanması hükümetlerin politik kararlarına bağlıdır ve kiminin arazisi, kiminin belli bir ünitesi, kimininse belli bir zaman sonra satılması mümkündür. Bunlar: 1) Tarım İşletmeleri Genel Müdürlüğü, 2) TPAO, 3)ETİBANK'ın çeşitli işletmeleri.

### -İkinci Derecede Öncelikliler:

<sup>7</sup> ATASOY; A.g.e., s.187-188.

<sup>8</sup> ATASOY; A.g.e., s.188-189.

<sup>9</sup> Devlet Planlama Teşkilatı; ALTINCI BEŞ YILLIK KALKINMA PLANI (1990-1994)-1993 Yılı Programı, s.55.

<sup>10</sup> ATASOY; A.g.e., s. 224.

<sup>11</sup> ATASOY; A.g.e., s. 226-227.

Bu gruptakiler, satılabilme potansiyeli olan, ancak satışları uzun zaman alacak olanlardır. Raporda bu gruba girenler, dört ayrı alt kategoride değerlendirilmektedir:

iv) Bazı Kısımları Satılabilir; Diğer kısımları ise, Rehabilitasyon ve Kapatma Gerektirenler:

Bu kuruluşlar alt kategori ii'dekilerde benzenmektedirler. Yalnız, buradakilerde ekonomik olmayan tesislerin kapatılması ve rehabilite edilmesinin sosyal ve ekonomik maliyeti daha yüksektir. Bunlar: 1) Tekstil işletmelerinin 8'i hemen satılabilir durumda; deri işletmelerinin, hemen satılamaz ve zaman gerektiren durumda; satış mağazalarının ise, diğer işkollarının yapısal düzenlemesinden sonra mümkün olan SÜMERBANK ile 2) Batıdakileri hemen satılabilir durumda; Doğu dakileri ise, çoğu satılamaz durumda olan SEK' dir.

v) Yavaş Yavaş Özelleştirmeye Aday Olanlar:

Bu alt kategoridekiler; büyük yapıları, müessese ve işletmelerindeki yüksek sermaye paylarından dolayı muhtemelen hemen satılamayacak olanlardır. Bununla beraber, sermaye piyasası büyüdükçe ve bir kaç yıl sürecek bir dönem içerisinde satılmaları mümkün olabilir. Bu gruptaki kuruluşların işletmelerinin çoğu bugün için "belki satılabilir" haldedir. Bunlar: 1) Alt kategori viii'de olması gereken posta servisi hariç PTT ile 2) TEK'dur.

vi) Belki Satılabilir Olanlar:

Bu alt gruptakilerin ilk dördü, satışlarının çoğunu (% 70-90) devlete yapmaları nedeniyle pek cazip değildirler. Bununla beraber, şayet bu kuruluşlar cazip şekilde fiyatlandırılıp veya uygun koşullarda uzun vadeli satış bağlantıları yapılırsa müşteri bulabilirler. Bunlar: 1) Et ve Balık Kurumu, 2) TKİ, 3) MKE, 4) Türkiye Gemi Sanayi AŞ ile 5) Orman Ürünleri Sanayi'dir.

vii) Devletin Desteğiyle Satılabilir Olanlar:

Bu alt grupta yer alanların çoğu, kısmen kuvvetli pazar mücadelesi ve düşük dünya fiyatlarından dolayı ithalat koruması veya başka şekillerde devlet desteği olmaksızın kârlı olmayacak endüstrilerdir. Bununla beraber, müşteriler korumanın devam edeceğine inanırlarsa, talip bulunabilir. Bunlar: 1)

ÇAYKUR, 2) SEKA, 3) PETKİM, 4) Türkiye Gübre Sanayi, 5) Türkiye Demir Çelik İşletmeleri AŞ., 6) Türkiye Taş Kömürü Kurumu'dur.

### -Üçüncü Derecede Öncelikliler:

Bu gruptakiler, esas olarak özel yatırımcılara cazip gelmeyecek kamu hizmeti kuruluşlardır. Bununla beraber, bunlar için hizmetlere yönelik alt sözleşmeler yapılması suretiyle kısmi özelleştirme mümkün olabilir.

viii) Kamu Hizmeti Şirketi Olanlar:

Bu alt kategoride yer alanlar: 1) DMO, 2) Türkiye Denizcilik İşletmeleri, 3) TCDD, 4) DHMİ, 5) TMO, 6) TZDK ile 7) Türkiye Uçak Sanayii AŞ'dir<sup>12</sup>.

Yukarıda, The MORGAN BANK'ın "Özelleştirme Ana Planı"ndaki kategorilendirmenin yanısıra, Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu'nun "KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ GENEL RAPORU-1990", Özelleştirme kapsamına alınan kuruluşlar için yukarıdaki ayırımdan farklı olarak dördü bir ayırım yapmaktadır. İlk ayırmda, sermayesinin tamamı veya tamamına yakını kamuya ait olan 9 KİT; ikinci ayırmda ise, yine aynı sermaye yapısında olan ve bazı KİT'lere ait 29 Bağlı Ortaklık bulunmaktadır. Üçüncü ayırım, kamunun çeşitli sermaye oranında katıldığı ve sayıları 78'e ulaşan İştirakler; dördüncü ayırım ise, sermayesinin tamamı kamu payı ve sayıları 28'e varan İşletme ve Tesisler şeklindedir<sup>13</sup>.

Ülkemizdeki özelleştirmeye bakıldığında Yüksek Denetleme Kurulu'nun 1991 yılına ilişkin raporu, özelleştirme kapsamında bulunanlardan "Halka Arz Yoluyla Yapılan Satışlar" başlığı altında 22 kuruluş, "Blok Olarak Yapılan Satışlar" başlığı altında ise, 16'sı bağlı ortaklık, 23'ü iştirak olmak üzere 39 kuruluşu yer vermektedir<sup>14</sup>. 1991'deki bu rapora göre, şu anda 22 kuruluşun İMBK'nda belli bir piyasa değerinin haiz olduğu gözlenmektedir. Ancak, İMBK'nda belli piyasa

<sup>12</sup> ATASOY; A.g.e., s. 227-231.

<sup>13</sup> Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu; KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ GENEL RAPORU-1990, Ek-6/1 ve Ek-6/3.

<sup>14</sup> Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu; KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ GENEL RAPORU-1991, s. 324-326.

değerine sahip olduğu zikredilen bu 22 kuruluşun sermayesinin tamamı veya tamamına yakını kamu payı olan KİT ve KİT-Bağlı Ortaklığı şeklindeki kuruluş sayısı sadece 6'dır<sup>15</sup>. Geri kalanlar ise, kamunun çeşitli oranlarda ortak olduğu iştirakler niteliğindedir.

Özelleştirme kapsamında sürdürülen çalışmalarda gözlemlenen bir diğer nokta, hisseleri İMBK'nda işlem gören kuruluşlara yönelik yeni arzlar için yapılmış çalışmalardır. Bazı yayın organları ve kaynaklarda 1994-2001 döneminde özelleştirme uygulamalarından beklenen hasıllata ilişkin bilgiler yer almaktadır<sup>16</sup>.

Bugün özelleştirme kapsamında olup, henüz Kamu Ortaklığı İdaresi'ne devredilmemiş kuruluşlar mevcuttur. Bunların ilgili kuruluş devri çalışmaları sürmektedir. Ancak özelleştirmenin bugün için geldiği nokta, tekel niteliğindeki kuruluşların özelleştirmelerinin KHK'ler ile değil; ancak kanunla düzenlenmesi gerektiğinden hareket eden Anayasa Mahkemesi'nin verdiği iptal kararı ile özelleştirmenin kesintiye uğradığıdır<sup>17</sup>.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve özelleştirmeleri konusu bu çerçevede ele alındıktan sonra, blok satış veya halka hisse senedi arzı yoluyla özelleştirilmesi düşünülen KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları'nın firma değerlerinin belirlenmesi sorunu bazı noktaların ele alınmasını zorunlu kılar. Bu noktalar, firma değerine ulaşmada kullanılan hisse senetlerine ilişkin bazı değer kavramlarına ve mevcut değerlendirme yöntemlerine kısaca değinilmesi; inceleme kapsamına alınan KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları'nın firma değerlerinin saptanmasında uygulanabilirliği olan değerlendirme yöntemi veya yöntemler setinin saptanmasıdır.

## B) HİSSE SENETLERİNE İLİŞKİN BAZI DEĞER KAVRAMLARI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

<sup>15</sup> Bu Kuruluşlar: Bir KİT olan PETKİM Holding A.Ş., THY; ÇİTOSAN'ın Bağlı Ortaklıkları olan AFYON ÇİMENTO ile NİĞDE ÇİMENTO; TPAO'nun Bağlı Ortaklıkları TÜPRAŞ ve PETROL OFİSİ'dir.

<sup>16</sup> Bkz., "Kamu Hisselerinin Özelleştirme Fiyatları", NOT, 20-27 Mart 1994, Sayı.1, s.10.

<sup>17</sup> 1994/49 Esas, 1994/45-2 Karar Sayılı Anayasa Mahkemesi İptal Kararı için bkz., RESMİ GAZETE, 10 Eylül 1994 tarih, 22047 sayı, s.7.

## 1- Hisse Senetlerine İlişkin Değer Kavramları

Hisse senedi değerlerine yönelik olarak finans yazınında birden çok değer kavramına rastlamak mümkündür. Söz konusu bu değer kavramları, çeşitli bakış açıları altında değişik şekillerde ele alınabilirler.

"Nominal Değer" dışında kalan kavramlardan bazılarının ve aralarındaki ilişkilerin incelenmesi, önem arzeden bir konudur. Söz konusu kavramlardan biri olan "Gerçek Değer", teorik bir anlam ifade ederken; "Piyasa Değeri", "Taşfiye Değeri" ve "İşleyen Teşebbüs Değeri" pratik anlamı olan kavramlardır. Bunlara ilaveten "Defter Değeri"nin de yine bu çerçevede içinde düşünülmesi gerekmektedir.

Ancak burada değinilecek değer kavramları, beher hissenin değeri açısından değildir. Bazı KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları'nın anonim ortaklık veya şirket statüsünde olamamaları, tek bir hissenin değeri yerine; beher hisse değerinin hisse sayısı ile çarpımından ulaşılan "firma değeri" yaklaşımının benimsenmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla kullanılacak değerlendirme yöntemi veya yöntemler setinin esas aldığı veriler açısından teknik olarak bir sorun yoktur.

### a- Gerçek Değer:

Gerçek değer, tamamen teorik bir kavramdır. Söz konusu bu kavram, GRAHAM-DODD-COTTLE tarafından hisse senetlerinin değerlemesi için geliştirilmiştir. Ancak, her türlü varlığın değerlendirilmesinde de kullanılabilir. Dolayısıyla bu kavram çerçevesinde bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerince belirlenen bir "değer" olmaktadır<sup>18</sup>.

Çeşitli değişkenlerce belirlenen bir "değer" olmasından hareketle bu gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu

<sup>18</sup> Bkz: Semih BÜKER-Özcan ERTUNA; İŞLETME FİNANSMANI, Açık Öğretim Fak. Yayını, Yayın No. 18, 1984, s.313 ve Atilla GÖNENLİ; İŞLETMELERDE FİNANSAL YÖNETİM, 7. Bası, İ.Ü. İşletme Fak. Yay., Yayın No. 250, İstanbul, 1991, s.312.

hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını gözönüne almak suretiyle işletmenin hisse senedine biçtikleri, diğer bir deyişle mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir<sup>19</sup>. Bu yöntem altında işletmenin gelecekteki kârları ya da kâr payları, bir iskonto oranıyla bugünkü değerlere indirgenip gerçek değer araştırılmasında kullanılır<sup>20</sup>.

Bu teorik kavram, beklenen nakit akışlarının bir iskonto oranıyla bugünkü değere indirgenmesine dayanır. Beklenen nakit akışlarını esas alan değerlendirme yöntemlerinin uygulanışıyla ulaşılan rakam, gerçek değer olarak kabul edilir. Bu gerçek değer rakamı, firma değerini verir ve hisse sayısına bölünüşüyle de tek bir hissenin değerine ulaşılır.

The Morgan Bank'ın hazırladığı Özelleştirme Ana Planı-Üst Yönetim Özet Raporu'ndaki "Birinci Derecede Öncelikliler: i) Tamamı Satılabilir Olanlar" arasında yer alan ve tamamı kamu payı bir KİT olan THY AO'nun % 1,55'lik kısmının 29 Kasım - 7 Aralık 1990'nda halka arzındaki 3.000 TL.lık fiyat<sup>21</sup>; beklenen nakit akışlarını esas alan bir değerlendirme yöntemi sonucu ulaşılan bir rakamsa, bu Kamu Ortaklığı İdaresi'nce ilgili kuruluş için kabul edilen gerçek değerdir.

Aynı durumlar, "Birinci Derecede Öncelikli: iii) Büyük Bölümü Satılabilir Olanlar" arasında yer alan ve tamamı kamu payı bir KİT olan TPAO'nun bağlı kuruluşları TÜPRAŞ ve Petrol Ofisi'nin ilk arz fiyatları için de söz konusudur. İlgili kuruluşlar için öngörülen 2.000 TL ve 4.000 TL.; bir iştirak olan ERDEMİR için öngörülen 11.750 TL. lik fiyat, Kamu Ortaklığı İdaresi'nce ilgili kuruluşlar için kabul edilen gerçek değerdir.

#### b) Piyasa (Pazar, Borsa) Değeri:

Bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp-satıldığı, bir başka deyişle piyasa koşullarında arz ve talebe göre oluşmuş fiyat, ilgili senedinin piyasa (borsa) değeri olarak tanımlanır.

Arz-talep dengesi çerçevesinde oluşmuş fiyatın ortaya çıkardığı hisse senedinin piyasa değeri, bazı faktörlerce belirlenir. Bunlar, genel faktörler ile teknik faktörler ve bunların analizidir<sup>22</sup>.

Ancak, işletmenin etkinliğinde bir değişme olmadan da piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir hisse senedinin piyasa (borsa) değerinde zaman içinde değişimler gözlenebilir. Kısaca piyasa koşulları bir hisse senedinin piyasa değerini, (teorik bir kavram olan) gerçek değerinin üstüne çıkarabilir veya altına düşürebilir<sup>23</sup>.

Çünkü, belirli bir hisse senedi fiyatının oluşumunu sağlayan arz ve talep, diğer faktörlerin de etkisi altındadır. Bu faktörler hisse senetlerinin fiyatlarını hareketlendiren, onları etkileyen psikolojik ve spekülatif olaylara dayanır<sup>24</sup>. Söz konusu bu faktörler, arz ve talebi harekete geçirdikleri gibi frenleyen nitelikte de olabilirler.

Yukarıda piyasa değeri kavramı için değinilenler borsada işlem gören her şirket için geçerlidir. Nitekim, bir KİT olan PETKİM ve THY; bir KİT (TPAO)-Bağlı Ortaklığı olan TÜPRAŞ ve Petrol Ofisi AŞ ile bir iştirak olan Erdemir için de aynı durumlar söz konusudur.

Örneğin, yukarıda da değinildiği üzere THY hisse senedinin ilk halka arz fiyatı (Kamu Ortaklığı İdaresi'ne göre gerçek değeri) 3.000 TL. olarak belirlenmiştir<sup>25</sup>. THY AO hisseleri yukarıda belirtilen faktörlerin etkisiyle bir ara 1.000 TL.nin altına düşmüş ve Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından bu durum bir geri alımla sonuçlanmıştır. Geri alım sonucu KOİ elinde bulunan THY hisse yüzdesi % 99,24; THY hisselerinin ulaştığı en yüksek piyasa değeri ise, 12.000 TL. olmuştur<sup>26</sup>. THY hisselerinin 18 Eylül 1994 tarihi itibarıyla İMKB'nda oluşmuş piyasa değeri de 6.300 TL.dir<sup>27</sup>.

22 Genel Faktörler ve Teknik Faktörler ile ilgili olarak bkz., Muharrem KARSLI; BORSA, 2. Bası, Kırık matbaası, 1989, s.376-382.

23 BOLAK; A.g.e., s.79.

24 KARSLI, A.g.e., s.389.

25 Bkz. Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu; KİT GENEL RAPORU- 1991, s.324.

26 Bkz., NOT Dergisi, 20-27 Mart 1994, s.12.

27 Bkz., Ekonomik TREND, 18-24 Eylül 1994, Yıl. 2, Sayı.38, s.80.

19 Bkz. Mehmet BOLAK; MENKUL KIYMETLER ve PORTFÖY ANALİZİ, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1991, s.80.

20 BÜKER-ERTUNA; A.g.e., s.313.

21 Bkz., Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu; KİT GENEL RAPORU- 1991, s.324.

Belirtilenlerden de anlaşıldığı gibi piyasa değeri, teorik bir kavram olan "Gerçek Değer"e göre pratik anlamı olan bir kavramdır. Ancak, anonim ortaklık veya şirket konumunda ve borsada işlem gören kuruluşlar için bir anlam ifade etmektedir.

### c- Tasfiye (Likidasyon) Değeri ve İşleyen Teşebbüs Değeri:

Tasfiye değeri, şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışıyla sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir<sup>28</sup>.

İşleyen teşebbüs değeri ise, işletmenin bir bütün olarak satılması durumunda bulacağı değer olarak bilinir ve bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir.

İşleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri gibi piyasa değerinin araştırılmasında kullanılan ve işletmeye bir bütün olarak tasfiye (likidasyon) değerinin üstünde bir ödeme yapıldığında söz konusu edilebilecek bir kavramdır. Burada likidasyonu aşan kısım peştemallık olarak isimlendirilir. Dolayısıyla piyasa değeri açısından likidasyon değeri alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturur. Bir başka deyişle, işletme tüm olarak likidasyon değerinin üstünde alıcı bulamazsa likide edilecektir<sup>29</sup>.

Tasfiye değeri kavramı, işleyen teşebbüs değerine göre daha önemli bir göstergedir. Nitekim bunun bir örneği, İMKB'nda işlem gören bir KİT için verilebilir. Hisselerinin % 99,97'si kamuya ait bir KİT olan ve % 8,08'lik kısmı 18-29 Haziran 1990'nda halka arz edilen PETKİM hisse senedinin ilk halka arz fiyatı 2.500 TL. olarak belirlenmiştir<sup>30</sup>. PETKİM AŞ. hisseleri bir ara 1.000 TL'nin altına düşmüş ve Kamu Ortaklığı İdresi tarafından yapılan desteklenme alımları sonucu % 4'lük bir kısmı geri alınmıştır. Şu an için KOİ elinde bulunan PETKİM hisse

yüzdesi, % 95,84'tür<sup>31</sup>. KOİ tarafından yapılan destekleme alımları, PETKİM piyasa değerinin tasfiye değeri olarak belirlenen alt sınırı rakamının çok altına düştüğünün bir göstergesidir. Dolayısıyla bu aşama ilgili kuruluşun tasfiyesi daha anlamlı olacak, ya da geri alım yapılacaktır.

Piyasa değeriyle ilişkili bir kavram olan tasfiye değeri görüldüğü gibi pratik anlamı olan bir kavramdır. Belli bir piyasa değerini haiz kuruluşlar açısından bir anlam ifade ettiği gibi; piyasa değerine sahip olmayan kuruluşlarda da bir bütün olarak belirlenmiş "Firma Değeri" açısından önemlidir. Bir kuruluşun firma değeri, tasfiye değerinin altında olamayacaktır.

### ç- Defter Değeri:

Defter değeri, bir işletmenin özsermaye toplamının hisse senetleri sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir. Bazılarınca, özsermaye değeri olarak adlandırılan<sup>32</sup> defter değeri, bazılarınca da muhasebe değeri olarak adlandırılır<sup>33</sup>.

Defter değeri kavramı da yukarıda belirtilen kavramlar gibi tek bir hisse senedi değerinden hareket eder. Bu kavram, anonim ortaklık veya şirket statüsünde olan ve hisseler bölünmüş bir sermayeye sahip kuruluşlar açısından bir gösterge niteliği taşır. Bu niteliği haiz olamayan kuruluşlarda bu kavramın pratik bir anlamı yoktur.

Örneğin birer TPOA bağlı olan ve 1.868 milyar sermayeli TÜPRAŞ ile 2.520 milyar sermayeli Petrol Ofisi AŞ açısından bir defter değerine ulaşmak mümkünken<sup>34</sup>; paylara bölünmüş bir sermayesi ve bir TCDD için ise, bir hissenin defter değerine ulaşmak mümkün değildir. Dolayısıyla bu kabil kuruluşlar için defter değeri kavramının pratik bir anlamı olamayacaktır.

<sup>31</sup> Bkz., NOT Dergisi, 20-27 Mart 1994, s.12.

<sup>32</sup> BOLAK; A.g.e., s.79.

<sup>33</sup> Bkz., A. Gültekin KARAŞIN; SERMAYE PİYASASI ANALİZLERİ, 2.Bası, SPK Yayınları, Yayın No.4, Ankara, 1987, s.26 ve ayrıca bakınız; KARSLI, A.g.e., s.383.

<sup>34</sup> Bkz. Ekonomik TREND, 18-24 Eylül 1994, Yıl. 2, Sayı.38, s.80.

<sup>28</sup> Mustafa SAĞCAN; MENKUL KIYMETLER VE HİSSE SENETLERİ, İzmir, 1987, s.66-67.

<sup>29</sup> BÜKER-ERTUNA; A.g.e., s.312 ve GÖNENLİ; A.g.e., s.310 Ve BOLAK; A.g.e., s.79.

<sup>30</sup> Bkz. Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu; KİT GENEL RAPORU- 1991, s.324.

## 2- Hisse Senedi Gerçek Değerinin Saptanmasında Kullanılabilecek Değerleme Yöntemleri

Bir hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesi büyük güçlükler taşır. Herşeyden önce gerçek değer, teorik bir kavramdır ve bir piyasada faal olarak yer alanlar arasında bir hisse senedinin gerçek değerinin ne olması gerektiği konusunda bir anlaşmanın sağlanması hayli güçtür. Bu nedenle de piyasa değeri ile gerçek değer arasında daima farklılıklar olmaktadır.

Bir hisse senedinin piyasa değerinin, gerçek değerine uygun olup olmadığı tespiti yarayacak belli bir formül yoktur. Ancak, belirli ekonomik karineler ve değerlendirme yöntemleri, piyasa değerinin gerçek değerden ne ölçüde sapmış olduğu hakkında bir fikir verebilir<sup>35</sup>.

Hisse senetlerinin piyasa (borsa) değerlerinin ne ölçüde "gerçek değeri" yansıttıklarının araştırılmasına ilişkin olarak finans yazınında TEKNİK ANALİZ, TEMEL ANALİZ ve ÇAĞDAŞ YAKLAŞIM olmak üzere üç ana teorik model geliştirilmiştir<sup>36</sup>.

Finans yazınında geliştirilmiş bu üç ana teorik modelden en çok kullanılanı TEMEL ANALİZ'dir. Bunun göstergesi olarak da örneğin, Teknik Analiz için belli bir eleştiri getirilmekte ve "Teknik Analiz'e inanların mistik yönü olacağı, bu aracı kullananların çok az sayıda olabileceği ve bunların içinde de Temel Analiz'in yaygın olarak benimsendiği"ne işaret edilmektedir<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> KARSLI; A.g.e., s.375-376.

<sup>36</sup> Teknik Analiz'e ilişkin daha geniş bilgi için bkz., Donald E. FISCHER-Ronald J. JORDAN; SECURITY ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT; 2. Ed., Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1979, p. 451. Teknik Analiz'e ilişkin daha geniş bilgi için bkz., GÖNENLİ; A.g.e., s.311; BÜKER-ERTUNA; A.g.e., s.312 Ve BOLAK A.g.e., 120 ve Douglas H. BELLEMORE-Herbert E. PHILLIPS-John C. RITCHIE; INVESTMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO SELECTION: An Integrated Approach, South-Western Publishing Co., Cincinnati, 1979, s.361..

Etkin Piyasa Teorisi (Random Walks Hipotezi) olarak da adlandırılan Çağdaş Yaklaşım'a ilişkin daha geniş bilgi için bkz., Jerome B. COHEN-Edward D. ZINBAR-Arthur ZEIKEL; INVESTMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT, Revised Ed., Richard D. Irving Inc., Homewood, Illinois, 1973, p. 40 ve

<sup>37</sup> GÖNENLİ; A.g.e., s.311-312.

Temel Analiz Yaklaşımı: Ekonomik, Sektörel ve Firma Analizi yapıldıktan sonra elde edilmiş veriler ve değerlendirme için geliştirilmiş bazı yöntemler çerçevesinde gerçekleştirilen bir yaklaşımdır. Bu yöntemlerden bazıları şunlardır:

- Defter (Muhasebe) Değeri
- Tasfiye (Likidasyon) Değeri
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
- Fiyat/Kazanç Oranı
- Regresyon Modelleri
- Temettü Modeli
- İskontolanmış Nakit Akışları

Söz konusu bu yöntemler, KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları firma değerlerinin saptanmasında da kullanılabilecek yöntemlerdir. Ancak bunlardan hangisi veya hangilerinin söz konusu kuruluşlar için bir uygulanabilirliğe sahip olduğunun araştırılması gerekmektedir.

### C) KİT ve KİT-BAĞLI ORTAKLIKLARI FİRMA DEĞERLERİNİN BELİRLENMESİNDE EN UYGUN DEĞERLEME YÖNTEMİNİN SEÇİMİ

#### 1- KİT ve Bağlı Ortaklıkların Özellikleri

Değerleme yöntemleri, kendileri için esas aldıkları belli hareket noktalarına sahiptir. Bu, bazıları için piyasa değerinden, bazıları için temettüden, bazıları içinse kârdan hareket şeklindedir.

Diğer yandan, değerlendirme yöntemleri ister birer oran olsunlar, ister birer aritmetik veya istatistik işlem olsunlar, isterlerse birer model olsunlar; ya geçmişe yönelik rakamları, ya da geleceğe yönelik beklenen rakamları veri olarak alırlar. Dolayısıyla veri olarak kullanılan rakamlar, bazen mali tablolardan alınan, bazen piyasada arz-talep sonucu oluşan, bazen çeşitli matematiksel teknikler yardımıyla geleceğe yönelik olarak bizzat yaratılan, bazen de hepsidir.

Yöntemlerin sahip oldukları hareket noktaları ve buna bağlı olarak kullandıkları belli

nitelikteki rakamlar, değerlemesi yapılacak kuruluşun değerleme anında ifade ettiği değeri ortaya çıkarır.

En uygun değerleme yöntemi veya yöntemler setinin seçimi açısından bir ilkenin belirlenme zorunluluğu vardır. Bu ilke, söz konusu yöntemlerin hangi verileri esas aldığı; dolayısıyla değerlemeye konu kuruluşların söz konusu yöntem veya yöntemler setinin uygulanabilmesi açısından gerekli verileri sağlayıp sağlayamamasıdır.

Yukarıda belirtilen ilke çerçevesinde KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları'nın firma değerlerinin belirlenmesi konusu, kamunun çeşitli oranlarda paya sahip olduğu karma ekonomi şirketleri denilen iştiraklerin firma değerlerinin belirlenmesine göre bazı zorluklara sahiptir.

Zorluklar bu kuruluşların kurulma amaçları, ifa ettikleri fonksiyonlar ve hukuki statüsünden kaynaklanmaktadır. Bunu, The MORGAN BANK'a hazırlatılan Özelleştirme Ana Planı'nda yeralan kuruluşların nitelik ve taşıdıkları özelliklerden de görmek mümkündür.

Bu plana bakıldığında; söz konusu kuruluşlar için örneğin satılabilme potansiyeli olan, ancak satışları uzun zaman alacak İkinci Derecede Öncelikler kategorisindeki dört alt başlıktakiler ile esasen özel yatırımcılara pek cazip gelmeyecek ve birer kamu hizmeti kuruluşu olan Üçüncü Derecede Öncelikliler kategorisinde yeralanların sahip olduğu özellikler, konunun önemini ve zorluğunu ortaya koyar niteliktedir.

Konuya piyasa değeri açısından yaklaşım gerekirse, bunun da bazı güçlükleri vardır. Örneğin, İkinci Derecede Öncelikliler kategorisinde sadece bir kuruluşun İMBK'nda belli bir piyasa değeri mevcuttur. Bu, belirtilen kategorinin vii no.lu "Devletin Desteğiyle Satılabilir Olanlar" alt başlığındaki PETKİM'dir. Buna ilaveten, ilgili kategorideki dört alt başlıkta toplanmış bazı kuruluşlar içinde hisse senetleri İMBK'nda işlem gören benzer kuruluşların bulunması mümkündür. Aynı faaliyet ve aynı risk düzeyinde benzer kuruluşları bulunabilecek olanlar: SÜMERBANK (Tekstil, Deri, Satış mağazaları vb.), SEK, TEK, EBK, MKEK, ORÜS, TÜGSAŞ ve TDCİ'dir. Ancak bazıları için hisse senetleri İMBK'nda işlem gören benzer bir kuruluşun bulunması ise, mümkün değildir. Bunlar da PTT, T.Kömür İşletmeleri, T.Gemi

Sanayii AŞ, Çaykur ve T.Taş Kömürü Kurumu'dur.

Firma değerlerinin belirlenmesi bakımından Üçüncü Derecede Öncelikliler kategorisinde yeralanlar, endüstriyel ve ticari nitelik kazandırılmış veya şirket şeklinde organize edilmiş birer kamu hizmeti kuruluşudurlar. Bunlardan sadece biri, anonim şirket statüsündedir. Bu da, TUSAŞ'tır. İMBK'nda işlem gören bir benzeri bulunabilecek olan kuruluş ise, belki sadece TZDK'dur. Geri kalanlar içinde yeralan, örneğin TCDD, TMO, DMO gibi kuruluşların, yöntemlerin esas aldıkları veriler açısından benzer kuruluşlarının bulunması fevkalade güçtür.

Halbuki, özelleştirme kapsamında yeralan kamu iştiraklerinden çoğu anonim şirket statüsündedir. Söz konusu kuruluşlar, KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları'na nazaran buldukları sektörlerde benzeri kuruluşlara ve bunlardan bir kısmı da İMBK'nda işlem gören hisse senetlerine sahiptir. Dolayısıyla uygulanabilecek yöntemlerin esas aldığı veriler açısından bu kuruluşlara ilişkin firma değerlerinin ortaya konulabilmesi ve hisse senetleri fiyatlamasının yapılabilmesi, KİT ve Bağlı Ortaklıkları'na nazaran daha kolaylık arzeden bir durumdur. KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları'nın firma değerlerinin belirlenmesinde işaret edilen zorluklar, bu kuruluşların sahip oldukları özellikler dikkate alınarak uygulanabilir bir değerleme yöntemi veya yöntemler setinin aranmasını zorunlu kılmaktadır.

## 2- KİT ve Bağlı Ortaklıklar Açısından En Uygun Değerleme Yönteminin Aranması

Bu kuruluşlar için uygulanabilir bir değerleme yöntemi veya yöntemler setinin aranması konusunda hareket noktası, daha önce de ilke olarak belirttiğimiz firma değerinin saptanmasında hangi değerleme yöntemlerinden ve ne ölçüde yararlanabileceğimiz; bir başka deyişle, hangi değerleme yöntemine tür bir veriye gereksinim duymakta olduğudur.

Tüm KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları açısından en uygun değerleme yönteminin bulunabilmesi sorunu, her bir değerleme yönteminin özelliklerinin ortaya konulması ve söz konusu kuruluşlar için uygun olup olmadığını tartışılmasını gerektirmektedir.

### a- Defter (Muhasebe) Değeri:

Daha önce belirtildiği gibi bazılarınca "özsermaye değeri", bazılarınca da "muhasabe değeri" olarak adlandırılan defter değeri, bir işletmenin özsermaye toplamının hisse senetleri sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir.

Defter değeri kavramı, işletme finansmanında özellikle para akışını etkileyebilecek vergi yükü ya da tasarrufu yarattığında; örneğin, bir duran varlığın satışında defter değerine oranla doğan zarar vergi yükünü azaltması nedeniyle önem taşır. Buna karşın, finansal kararlar açısından defter değerinin pek büyük bir önemi olmayıp, bir şirketin hisse senetlerinin defter değeri olarak belirlenen rakam, çoğu kez finansal kararlarda hiç dikkate alınmaz<sup>38</sup>.

Defter değeri, bir değerlendirme yöntemi olarak kullanılabilir. Defter değerini bir değerlendirme yöntemi olarak kullanmanın bazı üstün yanları vardır. Bu üstünlük, defteri değerinin çok karışık bir yöntem teşkil etmemesi; aksine, firma değerinin basit bir ölçüsü olmasından kaynaklanmaktadır. Defter değeri, bu olumluluğun yanısıra eleştirilebilecek yönlerde sahiptir. Çünkü defter değeri, sadece bilanço verilerine dayanmaktadır<sup>39</sup>. Defter değeri ayrıca, beklenen nakit girişlerini de dikkate almamakta, dolayısıyla sadece iflas ve tasfiye halinde firmalar açısından önem taşıy nitelikte görülmektedir<sup>40</sup>.

Yukarıda defter değerine ilişkin belirtilenler, tek bir hisselerin değerinden yola çıkışa dayanmaktadır. Eleştirilecek yönleri bulunmasına rağmen değeri yöntemi, uygulanabilme açısından gerekli verileri sağlayacak mali tabloya sahip anonim ortaklık veya şirket statüsündeki KİT ve Bağlı Ortaklıklar için bir değerlendirme yöntemi veya fikir verici bir gösterge olarak kabul edilebilirler. Fakat, belli bir kuruluş kanunu olan ve belirtilen hukuki statüde bulunmayan kamu hizmeti kuruluşlarında uygulanması ise, bu kuruluşlara anonim şirket statüsü verildikten sonra mümkündür.

38 GÖNENLİ; A.g.e., s.309.

39 Lawrance J. GITMAN; PRINCIPLES OF MANAGERIAL FINANCE, 2.nd Ed., Harper & Row Publ., New York, 1976, p.380.

40 KARAŞIN; A.g.e., s.26.

### b- Tasfiye (Likidasyon) Değeri:

Daha önce de belirtildiği gibi tasfiye değeri, şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışıyla sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir<sup>41</sup>.

Tasfiye değeri, piyasa değerinin araştırılmasından önemlidir. Çünkü tasfiye değeri, hisse senetlerinin piyasa değeri açısından bir alt sınır olarak kabul edilir. Bu durumda hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ilgili işletmeyi likide etmenin en akılcı yol olacağı belirtilmektedir<sup>42</sup>.

Tasfiye değeri yönteminin bazı üstün yanları vardır. Tasfiye değeri, "hisse senetlerinin defter değeri"ne göre firma varlıklarının normalde defter değerlerinden likide edilmemesini gözönüne almakta ve firma değerinin daha gerçekçi bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Tasfiye değeri yönteminin olumsuz yanları ise, aynı defter değerinde olduğu gibi beklenen nakit girişlerini dikkate almamasıdır. Dolayısıyla bu değer yalnızca, iflas ve tasfiye, halindeki firmalar açısından önem taşımaktadır<sup>43</sup>.

Tasfiye değeri yönteminin olumsuz sayılabilecek bir başka yönü, tasfiye değeri hesaplanırken varlıkların piyasada bulabileceği değerlerin belirlenmesinde büyük güçlükler çıkarması; özellikle işletmedeki yarı mamuller ile arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde farklı birlikişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farkların ortaya çıkabilmesidir<sup>44</sup>.

41 SAĞCAN; A.g.e., s.66-67.

42 GÖNENLİ; A.g.e., s.311 ve BÜKER-ERTUNA; A.g.e., s.313.

43 KARAŞIN; A.g.e., s.26.

44 Nitekim yarı mamullerin tasfiye değeri, genel olarak çok güç belirlenmektedir. Bazı işkollarında bunlara hurda değeri ile değer biçilmesi gerekmektedir.

Duran varlıkların tasfiye değeri ise, bunların özellikle kullanılmayan arsa ve arazilerinin hisse senedinin tasfiye değeri üzerinde büyük ölçüde etkileri olduğu gerçektir. Bugün mahkemelerin hisse senedi değerlendirilmesinde tasfiye değerini kullanarak hisse senetlerine astronomik değerler biçtikleri bilinmektedir. Her ne kadar birlikişilerce



Burada da yöntem, defter değerinde olduğu gibi tek bir hisse senedinin değerine dayanmaktadır. Bilindiği üzere bulunan değer hisse adetine bölünmesinden önceki değer, bir firma değeridir. Dolayısıyla tasfiye değerinin hukuki statüsüne bakılmaksızın tüm KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları'na uygulanabilir bir değerlendirme yöntemi olma niteliği mevcuttur. Ancak, tasfiye değeri hesaplanırken bilirkişilerce saptanacak değerler arasında büyük farkların olması kaçınılmazdır.

### c- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı:

Bir değerlendirme yöntemi olarak kullanılabilir bu oran, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin "olması gereken" fiyatını tahmin etmek amacıyla kullanılır. Söz konusu yöntem, aynı sektörde faaliyet gösteren, aynı risk düzeyinde olan ve ikinci el piyasada alınıp satılan firmalardan bir gözlem seti oluşturulmak ve ortalama bir Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı bulunmak suretiyle hesaplanır. Daha sonra hisse senedi gerçek değeriyle bulunmak istenen firmanın defter değeriyle, bu rakam çarpılarak hisse senedi gerçek değerine ulaşılır<sup>45</sup>.

Bu yaklaşım da, Fiyat/kazanç yaklaşımında olduğu gibi belli bir katsayı saptamaya yönelik firmanın olup geçmiş verileri veya sektördeki diğer firmaların verilerinden hareket etmektedir.

Bu yöntem, esasen arz ve talebe göre piyasa değeri oluşmayan, yani ikinci el piyada alınıp satılan firmaların bilanço rakamları ile ortalama piyasa fiyatlarından hareket etmektedir. Ancak söz konusu yöntemi, eğer varsa birincil piyasada alınıp-satılan firmalardan bir gözlem seti oluşturulmak suretiyle de uygulamak mümkündür.

söz konusu arsaların değerinin belirlenmesine çalışılıyorsa da bunların satışı halinde söz konusu değerleri bulabileceği çoğu kez tartışılmalıdır. Bkz., GÖNENLİ; A.g.e., s.309-310 ; BOLAK; A.g.e., s.79 ve GITMAN; A.g.e., s.381.

<sup>45</sup> Bu oranın tatbikinin diğer bir şekli, hesaplamalara Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı açısından yaklaşmaktadır. Bu uygulama; hisse senedi gerçek değeri bulunmak istenen firmanın defter değeri bu rakama bölünmek suretiyle gerçekleştirilir. Konuya ilişkin olarak bkz., KARAŞIN; A.g.e., s.31.

Bu yöntemin KİT'ler ve Bağlı Ortaklıklarda uygulanabilirliği, anonim şirket veya ortaklık statüsünde bulunanlar açısından mümkün olabilir. Gerçi bu kuruluşların belli bir piyasa değerine haiz olmamaları, buna bağlı olarak bir PD/DD oranı veya geçmiş yıllar ortalamasından yararlanılması mümkün gözükmez de aynı endüstri, aynı risk düzeyindeki kuruluşlardan oluşturulacak bir gözlem seti yardımıyla sektör PD/DD oranının ilgili kuruluş DD ile çarpılmak suretiyle hisse senedi değerinin hesaplanması, buradan da bir firma değerine ulaşılması mümkündür. Yalnız bu kabil kuruluşlardan bazıları için, buldukları sektörde tek olmaları nedeniyle, benzer kuruluşların bulunması güçtür. Dolayısıyla bir gözlem seti oluşturulmak suretiyle bu yöntemin uygulanabilirliği her zaman mümkün olmayabilir.

Belli bir kuruluş kanunu olan, diğer ifade ile anonim ortaklık statüsünde olmayan kuruluşlar için bu yöntemin uygulanabilirliği ise, mümkün gözükmemektedir.

### d- Fiyat/Kazanç Oranı:

İlk olarak Burton G. MALKIEL tarafından önerilen bu yöntemde, önce firmaya ilişkin hisse başına kazanç tahmin edilir. Daha sonra tahmin edilen hisse başına kazanç, hisse senedi piyasasında gerçekleşmiş Fiyat/Hisse Başına Kazanç Oranı ile çarpılarak hisse senedinin olması gereken fiyatı, bir başka ifadeyle gerçek değeri bulunur<sup>46</sup>.

Bu yöntemin uygulanabilmesinin iki önemli koşulu vardır. Koşullardan ilki, ilgili firma için hisse senedi piyasasında gerçekleşmiş bir Fiyat/Hisse Başına Kazanç Oranı'nın varolmasıdır. Bu konuda, eğer ilgili kuruluşun borsada belli bir piyasa değeri yoksa, sektör ortalama oranını mevcudiyeti de hesaplama esas alınabilir. İkinci koşul ise, gelecek yıl için bir hisse başına kazancın tahmin edilmesidir.

Söz konusu yöntem, anonim ortaklık statüsündeki KİT ve KİT Bağlı Ortaklıklar açısından uygulanabilir bir değerlendirme yöntemi olmayı mümkün kılmaktadır. Bu kuruluşlar için gelecek yılın hisse başına kazancının saptanabilmesi olanaklıdır. Buldukları sektör F/K ortalama oranından yararlanılması suretiyle yaklaşık da olsa bir hisse senedi değerine; buradan da ilgili kuruluş firma değerine ulaşılabilir. Ancak, anonim ortaklık statüsünde

<sup>46</sup> KARAŞIN; A.g.e., s.26; BELLEMORE-PHILLIPS-RITCHIE; A.g.e., s.115-116.

bulunan; fakat buldukları sektörde tek olan kuruluşlar için bir sektör ortalama oranı olmaması nedeniyle bu yöntemden yararlanılmasını imkansız kılan durumlar da söz konusudur.

Burada belirtilmesi gereken nokta, Fiyat/Kazanç Oranı yönteminin tek bir hissenin değerine yönelik oluşu ve bu değer hisse adetiyle çarpımı sonucu bulunacak toplamın da ilgili kuruluş için bir firma değeri olduğudur. Belirtilmesi gereken diğer nokta ise, yöntemin teknik olarak kâr elde eden kuruluşlar için anlamlı olacaktır. Bilindiği üzere inceleme kapsamındaki kuruluşların çoğunluğu zarar etmektedir. Dolayısıyla bu yöntem altında bulunacak bir firma değerinin ne derece anlamlı olacağı tartışmalıdır.

Yukarıda belirtilen statüde olmayanlar için ise, bu yöntemin uygulanabilirliği yoktur.

#### e- Regresyon Modelleri:

Bu modeller, hisse senedi fiyatının veya Fiyat/Kazanç Oranı'nın bağımlı değişken; bu fiyatı veya oranı etkileyen önceki dönem fiyatları, temettüleri, piyasa faiz oranı, para arzı gibi faktörlerin ise bağımsız değişkenler olarak alınmak suretiyle, bağımsız değişkenlerin beklenen değerleri karşısında hisse senedi fiyatının alacağı değeri (gerçek değeri) belirlemeye yöneliktir.

Regresyon modelleri çok çeşitli düzenlenebilirler<sup>47</sup>. Herbir KİT ve onların Bağlı Ortaklıkları'na uygulanabilecek bir regresyon modeli kurmak ve parametre teşkil edecek bağımsız değişkenleri özenle seçmenin bazı güçlükleri olabilir. Bu yöntemin de, tüm KİT'ler ve Bağlı Ortaklıklar açısından uygun bir değerlendirme yöntemi olması biraz uzak gözükmektedir.

Keza kurulan modelin bağımlı değişkeninin ilgili kuruluş için bir Fiyat/Kazanç Oranı bulmaya yönelik olması halinde, Fiyat/kazanç Oranı değerlendirme yöntemi için

47 Bunlardan belli başlıları, bağımlı değişkeni "Fiyat/Kazanç Oranı" veya "Hisse Senedinin Piyasa Değeri" olan modellerdir (Bkz., KARAŞIN, A.g.e., s.29-30). Bunlara, "Fiyat/Kazanç Oranı-Büyüme Regresyon Modeli" de ilave edilebilir. Bu modelin formülü:

$$F/K = G \times r + C$$

G: İlgili firmanın son 3 yıldaki net kar artış geometrik ortalaması; r: İMBK regresyon katsayısı; C: İMBK regresyon sabit değeri şeklindedir.

belirttiğimiz sakıncalar burada da söz konusu olacaktır.

#### f- Temettü Modeli:

J.B.WILLIAMS ve M.J. GORDON tarafından geliştirilen "Temettü Modeli", belli varsayımlar altında bir hisse senedi gerçek değerinin, beklenen nakit temettülerin bugünkü değerine eşit olduğunu ileri süren bir modeldir<sup>48</sup>

Temettü modelinin uygulanmasında çeşitli varyasyonlardan söz edilebilir<sup>49</sup>. Ancak bu model, daha ziyade hisse senetleri borsada işlem gören ve belli bir temettü politikası olan firmalar için geçerlidir.

Geleceğe dönük bir yöntem olan, diğer ifadeyle beklenen nakit akışlarını dikkate alan Temettü Modeli; temel analiz çerçevesinde "ekonomik", "sektörel" ve "firma" analizleri sonucu oluşturulmuş proforma mali tablolar yardımıyla gelecekteki temettü miktarlarının bulunması ve bir tablo halinde döküldükten sonra bu rakamların hisse senetleri için tesbit edilen piyasa cari faiz haddine göre iskontoya tabi tutularak halihazır değerleri hesaplanması suretiyle gerçekleştirilir. Bu hali hazır değerler toplamı, ilgili kuruluşun firma değeridir. Halihazır değerler toplamının hisse sayısına bölünmesi ise, bir hissenin değerini verir:

Temettü modelinin, KİT ve KİT Bağlı Ortaklıkları firma değerlerinin belirlenmesi açısından geçerli bir model olabilmesi şüphelidir. Nedeni, inceleme kapsamına alınmış kuruluşlar için bir temettü kavramının söz konusu olmamasıdır. KİT'lerin çoğu anonim ortaklık statüsünde olmayıp, belli bir kuruluş kanununa dayalı "işletme" veya "kurum" statüsündedirler. Ancak bunlardan çok az bir kesimi, TTK kapsamında anonim ortaklık veya şirket statüsündedir<sup>50</sup>. Söz konusu bu kuruluşların belli bir sermayeleri ve hisse senetleri varolmasına rağmen bilinen anlamda bir temettü olayı ise yoktur. Bu durum, anonim ortaklık statüsündeki bağlı ortaklıklar için de

48 Bkz., KARAŞIN, A.g.e., GITMAN; A.g.e., ss.382-384.

49 Bkz. KARSLI, A.g.e., s.386-389.

50 Belli bir kuruluş kanununa sahip işletme veya kurum statüsünde olanlar, PTT, TEK, TKİ, MKE, ÇAYKUR, SEKA, TTK, DMO, TCDD, DHMİ, TZDK'dur.

Anonim ortaklık veya şirket statüsünde olanlar ise, TPOA, ETİBANK, Türkiye Gemi Sanayii AŞ., TÜGSAŞ, TDCİ AŞ., ve TUSAŞ'dır.

geçerlidir. Gerçi, bu kuruluşlara yönelik olarak "KİT Tek Düzen Hesap Planı"nda "Faaliyet Dışı Hasılat ve Kârlar" ana başlığı altında "572-Müesseselerimizden Devralınan Kârlar", "573-Bağlı Ortaklıklarımızın Kâr Payları" ve "574-İştiraklerimiz Kâr Payları" adlarında hesap kalemleri mevcutsa da<sup>51</sup>; bu, daha ziyade müessese ve bağlı kuruluşlardan ana kuruluşa kar devri halinde kullanılan hesaplar niteliğindedir. Buradaki kar devri, benimsenmemiş bir politikaya dayalı dağıtılan ve bilinen anlamda bir temettüye dayanmaz. Dolayısıyla söz konusu kuruluşlar için bu yöntemin uygulanabilirliği yoktur.

#### g- İskontolanmış Nakit Akışları:

İskontolanmış Nakit Akışları Yöntemi, çeşitli senaryolara uygun varsayımlar çerçevesinde düzenlenmiş proforma nakit akım tablosu veya tabloları altında gelecekteki her yıl için firmanın net kârı ile amortisman giderinin, faiz giderlerinin, (azalışların "+", artışların ise "-" olarak) net çalışma sermayesinin toplamından sabit yatırım harcamalarının çıkarılmasıyla ulaşılan beklenen nakit akımların ulaşmaya; bu nakit akımlarının da belirlenmiş bir iskonto oranında değerlendirme günü itibarıyla bugünkü değerlerinin bulunması ve toplanmasına dayanır. Bu toplam rakama, artık değer bugünkü değeri ilave edilerek<sup>52</sup> toplam firma değerine; ulaşılan rakamdan, değerlemesi yapılmış borçların net değeri indirilmek suretiyle de nihai "firma değeri"ne ulaşılır.

İskontolanmış nakit akımları yöntemi altında "Proforma Nakit Akımları Tablosu"nun düzenlenebilmesi için, belli varsayımlar altında hazırlanmış proforma gelir tablosu, net çalışma sermayesi tablosu ve amortisman gibi diğer tablolara ihtiyaç vardır. Söz konusu tabloların hazırlanmasında kullanılan varsayımlar ise, gelecekteki her yıl için enflasyon %, reel büyüme %, nominal büyüme %, iskonto oranı, vergi oranı, artan çalışma sermayesi %, artan sabit yatırım %, amortismanlar %, faaliyet kâr marjı % gibi konuları kapsar.

Bu yöntem altında en önemli konu, iskonto oranının seçimidir. buna ilişkin çeşitli iskonto oranı saptama yolları benimsenmektedir<sup>53</sup>. İskontolanmış nakit

akışları yönteminde diğer konu, benimsenecek senaryolardır. Değerlemesi yapılacak firma için çeşitli senaryolar öngörülebilir. Örneğin bunlar "Giderek azalan enflasyon ve enflasyonun üzerinde bir net kâr artışı", "Giderek azalan enflasyon ve enflasyonun biraz daha aşağısında seyreden bir net kâr artışı", "Giderek azalan enflasyon ve enflasyona eşit seviyede seyreden bir net kâr artışı" şeklinde olabilirler.

İskontolanmış nakit akışları yöntemi, hukuki statülerine bakılmaksızın tüm KİT ve KİT - Bağlı Ortaklıkları için uygulanabilir bir değerlendirme yöntemidir. Nedeni ise, yöntemin gerektirdiği mali tabloların ve verilerin inceleme kapsamındaki kuruluşların hepsinden sağlanabilir oluşudur.

## S O N U Ç

Bütün değerlendirme yöntemleri farklı sonuçlar verirler. Bu durum hatta, aynı değerlendirme yönteminin farklı uygulanışında da görülür. Örneğin PD/DD uygulanarak elde edilen bir sonuç, DD/PD'nin uygulanmasıyla elde edilenden çok küçük dahi olsa, bir fark taşır. Bununla beraber her yöntemin bazı şartlar altında diğerlerine karşı üstünlüğü vardır ve diğerlerinden daha doğru sonuç verir. Sonuçta, kullanılacak yöntem değerlemenin amacına göre değişir.

Değerlemede güdülen amaç, bazen birden fazla değerlendirme yönteminin kullanılmasını gerekli kılabilir. Kullanılan yöntemlerden biri ya da ikisi, asli yöntem; diğerleri ise, bu yöntemler sonucu elde edilen değer rakamlarının doğruluk ve gerçekçiliğinin sınavcısı durumundadırlar. Çok defa da, birden fazla yöntem birarada kullanılarak, her bir yöntemin güvenilirlik ve değerlemenin amacı bakımından taşıdıkları önemleri ağırlıklandırılmak suretiyle bulunan farklı sonuçların bir ortalaması ya da toplamı alınır. Bazen de bir komite çalışması ile bulunan sonuçların en küçük ve en büyük değeri arasında kalan bir rakam, "aranılan değer" olarak kabul edilir.

primi" şeklinde bir usul belirlenebildiği gibi (bkz., BOLAK, A.g.e., s.125.); seçilecek iskonto oranı için, genellikle devlet tahvillerinin faiz haddine belli bir risk payı ilave edilerek bir iskonto oranı tesbitini benimseyenler de vardır (KARSLI, A.g.e., s.384-385.). Konuya ilişkin bir başka iskonto oranı kabul usulü de aşağıda gösterilmektedir:

$$k = K_e \times [ E / (D+E) ] + K_d \times [ D / (E+D) ]$$

Bu iskonto oranı tesbitinde,  $K_e$ : Risk Primi % + Enflasyon %;  $K_d$ : Yıllık Borç Maliyeti % ;  $E$ : Sermaye (%50);  $D$ : Borç (%50) ve  $V$ :  $E+D$  (%100)'dür.

<sup>51</sup> Bkz., Yüksel KOÇ-YALKIN; GENEL MUHASEBE - İlkeleri ve Uygulaması, 8. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara, 1994 s.556-561.

<sup>52</sup> Artık değer bugünkü değerine kasa, banka, menkul kıymet de eklenebilir.

<sup>53</sup> İskonto oranının seçiminde "risksiz faiz oranı + sistematik risk primi + sistematik olmayan risk

Yukarıda sadece yöntemlerin esas aldıkları veriler açısından yapıları incelemede, KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları'nın hepsinde uygulanabilecek yöntemin "İskontolanmış Nakit Akışları" ile "Tasfiye Değeri" olduğu görülmektedir. Söz konusu yöntemlerin gereksinim duyduğu verilerin bir kuruluşlardan sağlanması mümkündür.

Diğer yandan, seçilen yöntem veya yöntemler setinin vereceği firma değeri rakamının gerçekçiliği ve anlamlılığının sınanmasında bazı yöntemlerin yardımcı bir yöntem olarak kullanılması; hatta seçilen yöntemler setinin bir üyesi olması da mümkündür. Bu yöntemler daha ziyade anonim ortaklık statüsündeki KİT ve KİT-Bağlı Ortaklıkları için söz konusudur. Bunlar, "Defter Değeri", "Piyasa Değeri/Defter Değeri" ve "Fiyat/Kazanç Oranı" yöntemleridir.

Diğer yöntemler olan "Regresyon Modelleri" ve "Temettü Modeli" için bazı zorluklar ve şüphelerin olduğu söylenebilir.

Sonuç itibariyle söylenebilecek son söz; inceleme kapsamındaki KİT VE KİT-Bağlı Ortaklıkları firma değerlerinin saptanmasında en uygun olanın "İskontolanmış Nakit Akışları Yöntemi" olduğu; "Tasfiye Değeri Yöntemi"nin de, belirtilen yöntemin doğruluğu ve gerçekçiliğinin bir sınavıcısı olarak kullanılmasının yerinde olacağıdır.