



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİĞORTACILIK ENSTİTÜSÜ



Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Halka Açık Anonim Şirketlerde Finansal Duran Varlık Satışında
Firma Değer Tespiti ve Bir Uygulama

TEZ TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Mehmet Şükrü YOBAŞ

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 07.07.2006

JÜRI ÜYELERİ

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Prof.Dr Cemal İBİŞ

Üye

Prof.Dr.Niyazi BERK

Üye

Yrd.Doç.Dr.Murat AKBALIK

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASALARI VE BORSA ANABİLİM DALI

HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERDE
FİNANSAL DURAN VARLIK SATIŞINDA
FİRMA DEĞER TESPİTİ
VE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN: PROF. DR. CEMAL İBİŞ
HAZIRLAYAN: MEHMET ŞÜKRÜ YOBAŞ

İSTANBUL -2006

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ.....	VI
TABLOLAR LİSTESİ	VIII
GİRİŞ	1
1. TEMEL KAVRAMLAR.....	3
1.1. DEĞERİN TANIMI VE TÜRLERİ	3
1.2. FİNANSAL DURAN VARLIK	6
1.3. HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKET.....	8
1.4. ŞİRKET DEĞER TESPİT YAPILIŞ AMAÇLARI	9
1.5. DEĞERLEMEDE RİSK VE GETİRİ KAVRAMI	11
1.5.1. <i>Finansal Varlık Fiyatlama Modeli</i>	11
1.5.2. <i>Arbitraj Fiyatlama Modeli</i>	13
1.5.3. <i>Endeks Modeli</i>	15
1.6. FİRMA DEĞERİ VE İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI	16
1.6.1. <i>Yabancı Kaynakların Maliyeti</i>	17
1.6.2. <i>Ayrıcalıklı Hisse Senetlerinin Maliyeti</i>	18
1.7. DEĞER TESPİT YAKLAŞIM, YÖNTEM VE METHODLARI	20
1.8. DEĞER YARATIMI VE YÖNETİMİ	24
2. TEORİDE FİRMA DEĞER TESPİTİ	26
2.1. ŞİRKET DEĞER TESPİTİ KONUSUNDAKİ İLKELER	26
2.2. DEĞERLEME VE FİYATLAMA.....	26
2.3. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	29
2.3.1. <i>Maliyet Yaklaşımı</i>	30
2.3.2. <i>Gelir İndirgeme Yaklaşımı</i>	30
2.3.3. <i>Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı</i>	31
2.3.4. <i>Opsiyon Fiyatlama Yaklaşımları</i>	32
2.4. ŞİRKET DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN ANALİZLER	32
2.4.1. <i>Teknik Analiz</i>	32
2.4.2. <i>Temel Analiz</i>	33
2.4.3. <i>Modern Yaklaşım</i>	34
2.5. SERMAYE YAPISI VE FİRMA DEĞERİ	35

2.5.1.	<i>Net Gelir Yaklaşımı</i>	35
2.5.2.	<i>Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı</i>	36
2.5.3.	<i>Geleneksel Yaklaşım.....</i>	36
2.5.4.	<i>Modigliani-Miller Yaklaşımı.....</i>	36
2.6.	ŞİRKET DEĞERLENDİRMESİ.....	37
2.6.1.	<i>İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi.....</i>	38
2.6.2.	<i>Gelir İndirgeme Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri.....</i>	47
2.6.3.	<i>Maliyet Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri.....</i>	50
2.6.4.	<i>Emsal Karşılaştırma Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri.....</i>	55
2.6.5.	<i>Modern Değerleme Yöntemleri.....</i>	60
2.7.	ÖZEL DURUMLAR	66
2.7.1.	<i>Birden Fazla Mal ya da Hizmet Üreten Firmalarda Değerleme.....</i>	66
2.7.2.	<i>Bankalarda Değerleme.....</i>	67
2.7.3.	<i>Sigorta Şirketlerinin Değeri.....</i>	69
2.7.4.	<i>Şirket Değerlemesinde Özel Durumlar.....</i>	69
2.8.	TÜRKİYE’DEKİ İŞTİRAK SATIŞ UYGULAMALARINDA DEĞERLEME	71
2.8.1.	<i>Değerleme Sorunları</i>	71
2.8.2.	<i>Değerleme Yöntemlerinin Genel Değerlendirilmesi</i>	72
2.8.3.	<i>Değerleme Raporu</i>	81
2.8.4.	<i>Değerleme Uzmanı.....</i>	84
2.8.5.	<i>Türkiye’de Durum</i>	85
2.8.6.	<i>Imkb’de 2005 Yılındaki Finansal Duran Varlık Önemli Satış İşlemleri ...</i>	86
3.	SERMAYE PİYASASI KANUNUNDA FİRMA DEĞER TESPİTİ.....	87
3.1.	MEVZUATIMIZDA DEĞERLEME	87
3.2.	SERMAYE PİYASASI KANUNUNDA İLGİLİ TEBLİĞLER	89
3.2.1.	<i>Özel Durumların Kamuya Açıklanması’nda Firma Değer Tespiti.....</i>	<i>90</i>
3.2.2.	<i>Uluslar Arası Değerleme Standartları’nda Firma Değer Tespiti.....</i>	<i>91</i>
3.3.	TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARI’NDA FİRMA DEĞER TESPİTİ	91
4.	UYGULAMA.....	92
4.1.	XYZ A. Ş FİRMA DEĞERLEME RAPORU	92
4.1.1.	<i>Değer Tespit İşlem Aşamaları.....</i>	<i>92</i>
4.1.2.	<i>Raporun Amacı ve Kapsamı.....</i>	<i>93</i>
4.1.3.	<i>Şirket ve Sektörün Tanıtımı.....</i>	<i>95</i>

4.1.4.	<i>Genelde Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....</i>	98
4.1.5.	<i>İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....</i>	99
4.1.6.	<i>Piyasa Çarpanları Yöntemi.....</i>	102
4.1.7.	<i>Nihai Firma Değeri.....</i>	102
4.1.8.	<i>Uygulama ile ilgili yorum ve öneriler:.....</i>	103
SONUÇ VE ÖNERİLER.....		105
EKLER		107
EK1.SERMAYE PİYASASI KURULU KARARLARI VE TEBLİĞLER.....		107
EK1.1.	DEĞERLEME HİZMETİ VERECEK ŞİRKETLER (SERİ: VIII NO: 35)	107
EK1.2.	ÖZEL DURUMLARIN KAMUYA AÇIKLANMASI (SERİ: VIII NO: 39).....	108
EK1.3.	SERMAYE PİYASASI KANUNUNDA FİNANSAL DURAN VARLIK TANIMI İLE İLGİLİ TEBLİĞ (SERİ: XI NO: 1)	113
EK1.4.	SERMAYE PİYASASI KANUNUNDA ULUSLARARASI DEĞERLEME STANDARTLARI HAKKINDA TEBLİĞ (SERİ: VIII NO: 45).....	115
EK2. 4982 SAYILI “BİLGİ EDİNME HAKKI KANUNU”		116
EK3 UYGULAMA		117
EK3.1.	UYGULAMADA PİYASA ÇARPANLARI VE SONUÇ.....	117
EK3.2.	UYGULAMADA KULLANILAN FAKTÖRLER.....	118
EK3.3.	UYGULAMADA İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	119
EK3.3.1.	<i>Uygulama - Proforma Bilanço Aktifler.....</i>	119
EK3.3.2.	<i>Uygulama - Proforma Bilanço Pasifler.....</i>	120
EK3.3.3.	<i>Uygulama - Proforma Gelir Tablosu.....</i>	121
EK3.3.4.	<i>Uygulama - Proforma Nakit Akım.....</i>	122
EK3.3.5.	<i>Uygulama - Proforma Fon Akım.....</i>	123
EK4. ULUSLAR ARASI DEĞERLEME STANDARTLARINDA FİRMA DEĞER TESPİTİ.....		124
EK4.1.	GENEL DEĞERLEME KAVRAM VE İLKELERİ	124
EK4.1.1.	<i>Arazi ve Mülk Kavramları.....</i>	125
EK4.1.2.	<i>Gayrimenkul, Mülk ve Varlık Kavramları</i>	125
EK4.1.3.	<i>Fiyat, Maliyet, Pazar ve Değer</i>	125
EK4.1.4.	<i>Pazar Değeri</i>	126
EK4.1.5.	<i>En Verimli ve En İyi Kullanım</i>	126

<i>EK4.1.6. Yararlılık</i>	127
<i>EK4.1.7. Diğer Önemli Kavramlar</i>	127
<i>EK4.1.8. Değerleme Yaklaşımları</i>	127
EK4.2. DAVRANIŞ KURALLARI	128
<i>EK4.2.1. Ahlaki İlkeler</i>	129
<i>EK4.2.2. Yetkinlik</i>	129
<i>EK4.2.3. Davranış Kuralları Açıklama</i>	129
<i>EK4.2.4. Değerlerin Rapor Edilmesi</i>	130
EK4.3. MÜLKİYET TÜRLERİ	130
<i>EK4.3.1. Taşınmaz Mülkiyeti</i>	130
<i>EK4.3.2. Değerleme Yaklaşımları</i>	131
<i>EK4.3.3. Kişisel Mülkiyet</i>	132
<i>EK4.3.4. Şirket</i>	133
<i>EK4.3.5. Finansal Haklar</i>	135
EK4.4. ULUSLAR ARASI DEĞERLEME STANDARTLARINA GİRİŞ	135
<i>EK4.4.1. Pazarlar</i>	135
<i>EK4.4.2. Fiyat, Maliyet, Değer</i>	136
<i>EK4.4.3. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları</i>	136
<i>EK4.4.4. Değerleme Sonuçlarının İletilmesi</i>	137
EK4.5. PAZAR DEĞERİ STANDARDI	137
EK4.6. PAZAR DIŞI DEĞER STANDARDI	139
EK4.7. DEĞERLEMENİN RAPORLANMASI STANDARDI	142
EK4.8. FİNANSAL RAPORLAMA İÇİN DEĞERLEME UYGULAMASI	144
EK4.9. ŞİRKET DEĞERLEMESİ KILAVUZ NOTU	151
EK4.10. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI ANALİZİ KILAVUZ NOTU	158
EK4.11. GELİŞMEKTE OLAN PAZARLARDA DEĞERLEME	161

EK5. TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARI'NDA FİRMA DEĞER TESPİTİ

.....	165
EK5.1. KONSOLİDE VE BİREYSEL FİNANSAL TABLOLAR (TMS 27) SIRA NO: 11	170
EK5.2. İŞTİRAKLERDEKİ YATIRIMLAR (TMS 28) SIRA NO: 12	172
EK5.3. İŞ ORTAKLIKLARINDAKİ PAYLAR (TMS 31) SIRA NO: 14	174
EK5.4. VARLIKLARDA DEĞER DÜŞÜKLÜĞÜ (TMS 36) SIRA NO: 28	176
EK5.5. KULLANIM DEĞERİNİN ÖLÇÜLMESİ	178

KAYNAKLAR.....	181
-----------------------	------------

Kısaltmalar Listesi

a.g.e.:	Adı Geçen Eser
APM:	Arbitraj Fiyatlama Modeli – Arbitrage Pricing Model
APT:	Arbitraj Fiyatlama Teorisi – Arbitrage Pricing Theory
AYKM:	Amortisman Tabi Tutulmuş Yerine Koyma Maliyeti
CAPM:	Finansal Varlık Fiyatlama Modeli – Capital Asset Pricing Model
CFROI:	Yatırımların Nakit Akım Karlılığı – Cash Flow Return on Investment
COE:	Özsermaye Maliyeti – Cost of Equity
CVA:	Nakit Katma Değer – Cash Value Added
DCF:	İndirgenmiş Nakit Akımları – Discounted Cash Flows
DDM:	İndirgenmiş Kar Payı Modeli – Discounted Dividend Model
DPS:	Hisse Başına Kar Payı – Dividend Per Share
EBIT:	Faiz ve Vergiden Önceki Kar – Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA:	Faiz, Vergi ve Amortismandan Önceki Kar – Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBO:	Edward-Bell-Ohlson Model
EPS:	Hisse Başına Kar – Earnings Per Share
EVA:	Ekonomik Katma Değer – Economic Value Added
FCF:	Serbest Nakit Akımı – Free Cash Flow
FCFE:	Özsermayeye özgü Serbest Nakit Akımı – Free Cash Flow to Equity
FCFF:	Şirkete özgü Serbest Nakit Akımı – Free Cash Flow to Firm
F/K:	Fiyat Kazanç Oranı
F/NA:	Fiyat Net Aktif Değer Oranı
FVFM:	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA:	İndirgenmiş Nakit Akımları
MV:	Piyasa Değeri – Market Value
MVA:	Piyasa Katma Değeri – Market Value Added
NAD:	Net Aktif Değer
NI:	Net Kar – Net Income
NOI:	Net Faaliyet Karı – Net Operating Income
NOP:	Net Faaliyet Karı – Net Operating Profit
NPV:	Net Bugünkü Değer – Net Present Value

P/B:	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı – Price/Book
PD/DD:	Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
P/E:	Fiyat/Kazanç Oranı – Price/Earnings
PS:	Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Satış Oranı – Price/Sales
RCF:	Artık Nakit Akımı – Residual Cash Flow
ROA:	Aktif Karlılığı – Return on Asset
ROC:	Sermaye Karlılığı – Return on Capital
ROE:	Özsermaye Karlılığı – Return on Equity
RROC:	Artık Sermaye Kazancı – Residual Return on Capital
s.:	Sayfa
TFRS:	Türkiye Finansal Raporlama Standardı
TMS:	Türkiye Muhasebe Standardı
UDES:	Uluslararası Değerleme Standardı
UDK:	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notu
UDS:	Uluslararası Değerleme Standartları
UDSK:	Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi
UDU:	Uluslararası Değerleme Standartları Uygulaması
UFRS:	Uluslararası Finansal Raporlama Standardı
UMS:	Uluslararası Muhasebe Standardı
WACC:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti – Weighted Average Cost of Capital
YTL:	Yeni Türk Lirası

Tablolar Listesi

Tablo1: Değerleme Çarpanları ve ilişkili değişkenler	60
Tablo2:Uygulama şirketi ortaklık yapısı.....	98
Tablo3:Uygulama şirketi unvan, isim soyad listesi	98
Tablo4:Uygulama şirketi şirket yöneticileri.....	98
Tablo5:Uygulama şirketi satış tahminleri	100

GİRİŞ

Halka açık bir anonim şirkette finansal duran varlık bedelinin gerçek değerinin altında belirlenmesi ile ana ortaklıktan bağlı ortaklığa sermaye transferi gerçekleştirilebilmektedir. Böylece ana ortaklık, pay sahiplerinin hakları ve yatırım kararları etkilenebilmektedir.

Bu konuda Sermaye Piyasası Kanunu'daki ilgili tebliğ'de (seri:VIII no:39) finansal duran varlık satış bedeli tespiti büyük önem taşımaktadır. Uluslar arası Değerleme Standartları'nda da bu amaçla Pazar Değeri'nin kullanılması gerektiği belirtilmektedir.

Bu çalışmamızda firma değer tespit yaklaşımlarını, kullanım amaçlarına ve sonuçlarına göre değerlendirmeyi, uygulama aşamasında karşılaşılan zorlukları ve çözüm önerilerini belirtmeyi amaçladık.

İlk olarak temel kavramlar bölümünde değer tanımı, türleri, şirket değer tespiti yapılış nedenleri, şirket satış nedenleri belirtilmiştir. Bugünkü değer hesaplamalarında kullanılan riski yansıtan indirgeme oranında temel alınan finansal varlık fiyatlama modelinden bahsedilmiştir.

İkinci bölüm olan teoride firma değer tespiti içerisinde değerlendirme yaklaşımları, kullanılan analizler ve sermaye yapısının firma değerine etkisi üzerinde durulmuştur. Özellikle indirgenmiş nakit akımları yöntemi olmakla birlikte diğer değerlendirme yaklaşımlardan bahsedilmiştir. Amacına, sonuçlarına ve kullanım alanlarına göre karşılaştırılmaları yapılmıştır. Ayrıca modern yöntemler içerisinde yönetici performans değerlendirme yöntemi ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde Sermaye Piyasası Kanunu'nda firma değer tespiti başlığı altında özel durumların kamuya açıklanması konusundaki tebliğden, uluslar arası değerlendirme standartları hakkında tebliğden ve mevzuatımızdaki diğer firma değer tespiti hakkındaki bölümlerden bahsedilmiştir. Uluslararası Değerleme Standartları içerisinde finansal duran varlık satış konusuna ilişkin özet bilgi Ek4'te sunulmuştur.

Dördüncü bölümde daha önceki bölümlerde bahsedilen açıklamalar doğrultusunda bir uygulama yapılmış ve örnek bir firma ile ilgili değerlendirme raporu hazırlanmış, uygulama ile ilgili önerilerde bulunulmuştur.

Sonuç ve öneriler bölümünde bu çalışma sonucunda elde ettiğimiz ve firma değer tespit sürecinde faydalı olacağına inandığımız konularda önerilerimiz yer

almaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan zorluklar, değer tespit uzmanında olması gereken özellikler, finansal tablolarda yapılabilecek düzeltmeler ve hatalı firma değer tespiti sonucunun olası etkileri başlıkları altında toplayabileceğimiz önerilerimizi bu bölümde belirttik.

1. TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Değerin Tanımı ve Türleri

Değer bir şeye karşı verilen şey olarak tanımlanır ve kişisel olduğu belirtilir. Amaca, bulunulan duruma, şartlara, varsayımlara ve zamana göre farklılık gösterebilir. Pek çok değer tanımı vardır. Piyasaların etkin olduğu varsayımı altında *piyasa değeri* gerçek değere en yakın olanıdır. Ancak varlıkların piyasa değerinin yatırımcıların geleceğe yönelik beklentileri sebebiyle gerçek değerinin çok üzerinde uzun süre kalabildiği görülmüştür.¹

Ekonomik Değer: Malın sağladığı yarar olarak işletme ekonomisinde kullanılan anlam kişilere ve amaçlara göre değişebilmektedir.² Hukuki, sosyal ve teknik yanında ekonomik bir değer de söz konusudur. Tarihi maliyetlerin objektif olması sebebiyle değerlendirme yöntemlerinde tercih edilmeleri önerilmektedir.³ Finansal tablolar tarihi değerleri göstermeleri itibarıyla tercih edilebilirler ancak işletmenin mevcut ve gelecekteki durumu da önemlidir. Geçmiş bilgiler gelecek konusunda ipucu olabilir ancak yeterli değildir.

Nominal Değer: Toplam Sermaye miktarını belirleyebilmek ve muhasebe kayıtlarını yapabilmek için ortaklık yönetimi tarafından verilen yazılı değeridir.⁴ İtibari değer, kayıtlı değer ile eş kavramlardır.

Tasfiye Değeri: Şirketin tüm varlıkları nakte dönüştürüldükten sonra elde edilen nakitten borçların çıkarılması sonucu elde edilir. Enflasyon ortamında şirketlerin maddi duran varlıklarının ve stoklarının tam olarak piyasa değerlerini yansıtmamaları⁵ sebebiyle defter değerinden genellikle büyüktür. Pazar fiyatının tasfiye değerinin altında olması durumunda firma likidite edilerek kazanç sağlanabilir. Bir şirketin varlıkları nakte çevirmekte acele etmesi makul piyasa değerinin üstünde bir indirgemeyi kabul etmesini zorunlu kılabilir.⁶

Defter Değeri: Muhasebe prensiplerine göre borç ve alacakların kaydedildiği geçmişe dönük değerleridir. Defter değeri bilançodaki özsermaye ile yakından ilgilidir.

¹ Bilen, Gökhan, *Firmaların Gerçek Değerinin Hesaplanması ve Pazar Fiyatının Belirlenmesi*, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2002, s.6

² Sağmanlı, Metin, *Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını No: 6, 1996, s. 6

³ Yürüdü, Ali, *Sermaye Şirketlerinde Hisse Senetlerinin Değerlemesi ve Türkiye'den Halka Açık Bir Şirkete Yönelik Uygulama ve Raporlama*, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, 2005, s.8

⁴ Yürüdü, a.g.e., s.22

⁵ Sarıkamış, Cevat, *Sermaye Pazarları*, Alfa Yayın Dağıtım, Yayın No: 213, 1995, s. 223

⁶ Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Inc. 1996, s.279

Toplam aktiflerden borçların düşülmesi ile elde edilen özsermaye ortakların başlangıçta yatırmış oldukları sermaye ile firmanın faaliyet dönemi boyunca elde ettiği karlardan bünyede bırakılmıştır. Özsermayenin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesi ile defter değerine ulaşılır. Mali tabloların geçmişe yönelik olduğunu unutmamak gerekir. Yüksek enflasyon yaşanan ortamlarda maddi duran varlıkların değerinin gerçek değerlerine yaklaştırılabilmesi amacıyla uygulanan yeniden değerlendirme faaliyeti de mesela arazi ve arsa gibi varlıkların değerlemeye tabi tutulamamaları sebebiyle tam olarak amacına ulaşamaz. Firmaların sahip olduğu sadık müşteri tabanı, teknolojik üstünlüğü, ürünlerle ilgili patentler ve yöneticilerin yönetim becerileri gibi bilanço dışı aktif ve yükümlülüklerin gelecekteki karları etkileyebilmesi sebebiyle sadece özsermayeye dayanarak gelecek karları tahmin etmek mümkün değildir.⁷

Rayiç Değeri: Pazar koşullarında arz ve talebe göre belirlenen piyasa rayiç değeri gerçek değerden farklı olabilir. Şirketlerin piyasa bölümlerinde çalışan yöneticiler piyasa değerine dayalı bilanço da hazırlayabilmektedirler.⁸

İşleyen Teşebbüs Değeri: (Going Concern Value) Beklenen en yüksek nakit akımını sağlayan ekonomik değer kavramı⁹ olarak işletmenin kazancı ile ilgilidir. İşletmenin yeterli bir oranın üzerinde kazanma becerisi ile ölçülür.¹⁰ Ayrıca firma isim hakkı gibi bilanço dışı varlıklar ile gelecekteki karlı yatırımların değeride işleyen teşebbüs değerini belirleyecektir.

Gerçek Değer: (Fair Market Value) Ortaklığın gelecekte elde edeceği kazançların gelecekteki riski de yansıtan bir kapitalizasyon oranı ile bugünkü değere indirgenmesi ile bulunan değerdir¹¹. Aynı bilgi düzeyine sahip ve tarafların varlığı elden çıkarmak için hiçbir baskıya maruz kalmadığı, rasyonel kişiler arasındaki alışverişte ortaya çıkan değerdir.

Net Bugünkü Değer: Varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeridir.

Pazar Değeri, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli alıcı ve satıcı arasında, herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

⁷ Higgins, Robert, *Analysis For Financial Management*, Fifth Edition, s. 22

⁸ Bozkurt, Ünal, Arıkan, Türkan ve Doğukanlı, H. , *İşletme Finansmanının Temelleri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997, s. 121

⁹ Helfert, Erich A. , *Techniques Of Financial Analysis*, Eight Edition, New York 1994, s. 432

¹⁰ Bozkurt, Ünal, Türkan Arıkan ve H. Doğukanlı, a.g.e., s. 120

¹¹ Atilla Gönenli, *Finansal Tablolar*, Sermet Matbaası, İstanbul, 1979, s. 310

Makul Değer; bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyat ve yükümlülüklerin yerine getirilmesine esas teşkil edecek olan meblağ anlamındadır.

Net gerçekleşebilir değer; işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının, düşürülmesiyle elde edilen tutarı ifade eder.

Gerçeğe uygun değer; Karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi yada bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır.

İşletmeye özgü değer: Bir işletmenin bir varlığın devamlı kullanımından ve yararlı ömrünün sonunda elden çıkarıldığında elde edilmesi beklenen veya bir yükümlülüğün karşılanmasında oluşması beklenen nakit akışlarının bugünkü değerini ifade eder

Pazar değeri UDS'deki (Uluslar arası Değerleme Standartları) temel standart olarak kabul edilmiştir. Ancak değer herhangi bir varsayım sebebiyle Pazar dışı değer ise belirtilmelidir. Makul değer ise TMS'de (Türkiye Muhasebe Standartları) kullanılır ve Pazar değeriyle genelde örtüşür. Pazar dışı değer özel bir varsayım veya müşteri isteği veya özel durum sebebiyle değer Pazar değerinden farklı olduğu durumlarda, genelde kullanım amacının belli bir duruma özel olduğu şartlar altında anlamlı kullanılabilir.

Pazar değeri ile işlem gerçekleşmiş olması gerekmemektedir. Makul değer ise işleyen teşebbüs değeri gibi Pazar değeri yerine daha kolay elde edilebilecek başka bir Pazar dışı değer de olabilir.¹²

Pazar değeri, makul değer ve Pazar dışı değer kavramları arasındaki belirsizlikler sürmektedir. Pazar değerinin uyarlanmış biçimi kullanarak belirlenmiş olan IAS16'ya uygun makul değer ve amortisman ikame maliyet değerlendirme tekniğinde uygulama üzerinde müzakereler devam etmektedir.¹³ Pazar değeriyle ilgili IAS 16'da UDS'de hiçbir referans verilmemiş olmasına rağmen pek çok değerlendirme uzmanı makul değer olarak genellikle Pazar değerindeki gibi Pazar tabanlı bir değerlendirme esasını temel almaya çalışmaktadırlar. IAS 16 içerisinde gayrimenkuller için amortisman bazlı ikame maliyetine dayalı bir kullanım önerilmemektedir. Ancak, şirketler dışında gayrimenkullerin özellikleri ve benzersiz oluşu sebebiyle Pazar tabanlı bilgileri elde

¹² Fernandez, Elvin, 56th IFAI World Real Estate Congress Athens, Greece, Paper: *Property Valuation For Company Balance Sheets*, Following The Adoption Of Ifrs, 18 May 2005, <http://www.khongjaafar.com>, Section 3. 2

¹³ Position Statement, *Valuation Of Assets For Financial Statements*, 19 March 2004, <http://www.İvsc.org>, Section 2. 1, 3. 1

edilemiyorsa gelir veya indirgeme bazlı yaklaşımlar da kullanılabilirler. Makul değer pazarda aktif değer olarak el değiştiremiyor olsa bile pazara dayalı şekilde elde edilen veriler kullanılarak tahmin edilecektir. Kullanılmakta olan bir varlığın makul değeri işleyen teşebbüs değeri olabilir. Aynı varlık elden çıkarılması planlanıyorsa Pazar değeri olarak değerlendirilebilir.¹⁴

Fiyat; bir mal veya hizmet için istenen, teklif edilen, ödenen miktardır. *Maliyet*; bir mal veya hizmet için veya üretilmesi için ödenen fiyattır. *Pazar*; alıcı ve satıcılar arasında bir fiyat mekanizması ile malların ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı bir ortamdır. *Değer*; satın almaya uygun bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden sahibine sağlayacağı faydaları ifade eden kavramdır.¹⁵

Piyasa değeri; bir varlığın istekli alıcı ve satıcı arasında, tarafların bilgili, ihtiyatlı ve zorlama olmaksızın hareket ettiği, taraflar arasında özel bir ilişkinin bulunmadığı piyasada, değerlendirme tarihinde bir varlığın taraflar arasında el değiştirdiği tahmini miktardır. Finansal tablolarda *makul değer*, genellikle piyasa ve piyasa dışı değerlerin her ikisini raporlamada kullanır. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturur.

Gerçek değer; firmanın gelecekteki nakit akımlarına ve kazanma gücüne bağlıdır. Firmanın gelir yaratma potansiyeli ve yatırımcıların bekledikleri kazanç, gerçek değer belirlenmesinde önem taşıyan unsurdur.¹⁶ Fiyat; piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşan bir büyüklüğü ifade ederken, değer analizler sonucu belirlenen bir büyüklüğü temsil eder.¹⁷

1.2. Finansal Duran Varlık

Ana ortaklık: Bir veya daha fazla bağlı ortaklığı bulunan işletmedir.

Bağlı ortaklık: Ana ortaklık tarafından kontrol edilen işletmelerdir.

¹⁴ Position Statement, a.g.e., Section 5. 1. 4

¹⁵ International Valuation Standarts Committee, *International Valuation Standarts*, London, United Kingdom, Sixth Edition, 2003, s.35, 36

¹⁶ Copeland, Tom, Koller, Tim ve Murrin, Jack, *Valuation Measuring And Managing The Value Of Companies*, John Wiley & Sons, Inc. Usa, 2000, s.51

¹⁷ Chambers, Nurgül, *Firma Değerlemesi*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2005, s.7

İştirak: Yatırımcı işletmenin, adi ortaklık gibi tüzel kişiliği olmayan işletmeler de dahil olmak üzere, iş ortaklığı veya bağlı ortaklık niteliğinde olmayan, ancak üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmelerdir.

Kontrol: Faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla bir işletmenin faaliyet ve finansal politikalarını yönetme gücünü ifade eder.

Bağlı ortaklık: İşletmenin, adi ortaklık gibi tüzel kişiliği olmayan işletmeler de dahil olmak üzere, (ana ortaklık olarak bilinen) başka bir işletme tarafından kontrol edilen işletmelerdir.

Sermaye Piyasası Kanunu tebliğinde finansal duran varlık tanımı yapılmıştır. İştirak veya bağlı ortaklık şeklinde kontrolün olduğu işletmelere finansal duran varlık denilmektedir. (EK1.3)

Ayrıca, dünya'daki Türkiye'deki değerlendirme süreci, uygulamaları, sorunları ve değerlemede önem arzeden noktalar anlatılmıştır. Türkiye uygulamaları incelenirken, UDS değerlendirme raporu incelenmiş ve bu raporlar ışığında blok satış ve tesis satışı veya finansal duran varlık satışı şeklindeki değerlendirme ile ilgili bazı genel tespitler ile değerlendirme ve fiyatlamasının genel bir incelemesi yapılmıştır. Ayrıca, değerlendirme sürecinde işlemlere ilişkin sorunların azaltılması ve bu husustaki eleştirilerin en aza indirilmesi yönünde, değerlendirme ilkeleri ele alınarak, değerlendirme el klavuzu niteliğinde bir öneriler listesi verilmeye çalışılmıştır.

Akıllıca yatırım yapmanın temel şartı, yatırımcının bir varlığa ederinin üstünde bir bedel ödememesidir. Değerleme sürecinde taraflı davranışı önlemeye çalışmak gereklidir. Değerlemeler yeni bilgiler geldikçe yaşanmakta ve şirket değeri hızla değişmektedir. Bu sebeple değerlemenin sık aralıklarla yeniden yapılması gerekmektedir.¹⁸ Değerleme sürecinden ziyade ulaşılan değer daha kritiktir ve nicel bir modele dayanan kesin bir değer tahmini ortaya koyabilen bir değerlendirme daha önemlidir. Önemli olan, uzun dönemde şirketin sermaye maliyetinden daha fazlasını kazanarak değer yaratmasıdır.

Benzer varsayımların kullanılması durumunda, farklı şirket değerlendirme yaklaşımları benzer sonuçlar vermektedir. Yatırım kararlarında, şirketin gelecek

¹⁸ Gürbüz, Osman A. ve Ergincan, Yakup, *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür, 2004., s.18

dönemlerde elde edeceği nakit akımlarını şirketin sermaye maliyeti ile ilişkilendirerek yapılan değerlemelere büyük önem verilmektedir.

Şirket değerlemesi; konusunda öncelikle amaç ve varsayımların belirtilmesi önemlidir. Şirket değer tespitinde aktifler yada kazanç kapasitesi ve yatırımlar da dikkate alınmalıdır. Şirketin değerini etkileyecek diğer faktörlerden bazıları; yönetim kademesinin özellikleri, kazancın kalitesi, güvenilirliği, şirketin nakit akışı ve likiditesi, zorlayıcı anlaşmalar sayılabilir.

Bilanço içeriğindeki mali duran varlıklar kalemi; bağlı menkul kıymetler, iştirakler, bağlı ortaklıklar ve diğer mali duran varlıklar ile herbirinin değer düşüklüğü karşılığı ile iştirakler sermaye taahhütleri ve bağlı ortaklıklar sermaye taahhütlerinden oluşur. Bağlı ortaklı ve iştirak hesapları geçici bir yatırım olmayıp diğer şirketlerin yönetiminin ve ortaklık politikalarının belirlenmesine katılmak üzere edinilen hisse senetleri ve ortaklık paylarından oluşur. İştirakler en az %10 en fazla %50 oy hakkına, bağlı ortaklıklar ise %50 den fazla oy hakkına veya yönetim çoğunluğunu seçme hakkına sahipliği ifade etmektedir. Bağlı menkul kıymetler , iştirakler ve bağlı ortaklıklar; maliyet fiyatı veya piyasa değerinden düşük olanı ile veya borsa değerine göre değerlendirilmektedir. Yatırım ve ortaklığın finansal ve işletme politikalarının belirlenmesine katılma gücü olan önemli etkinliğin var olduğu iştirakler kaynak yöntemine göre konsolidasyon dışındaki iştirakler ise maliyet yöntemine göre değerlendirilmektedir.¹⁹

1.3. Halka Açık Anonim Şirket

Anonim şirket sermayesi paylara bölünmüş ticari bir sermaye şirkettir. Ticaret Kanunu, anonim şirketi “bir unvana sahip, esas sermayesi belli paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu bulunan bir şirket “ olarak tarif etmektedir. Halka Açık Anonim ortaklıklar Türk Ticaret Kanunu ile birlikte Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi olan, Sermaye Piyasası Kanunu’nda “hisse senetleri halka arz edilen” şirketlerdir.

Holding şirketi; kendisi ticari ve sınai bir faaliyette bulunmayan, kontrol etmek amacıyla başka firmaların pay senetlerine sahip olan hukuken bağımsız şirket olarak tanımlanmaktadır. Holding mekanizması ile nispeten küçük bir yatırımla, çok sayıda firmayı ve büyük tutarda sermayeyi kontrol etme olanağı vermektedir. Firmaların hukuken bağımsızlığı sürdürüldüğü için diğer firmanın yükümlülüğü sebebiyle firmaların

¹⁹ Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, Gazi Kitabevi, 10.baskı, s.95-98

mal varlıklarına başvurulamaz. Ancak ana holding itibarının zedelenmemesi için zor duruma düşen bağlı firmayı desteklemek durumunda kalabilir.²⁰

1.4. Şirket Değer Tespit Yapılış Amaçları

Firma değerinin belirlenme nedenleri şöyle sıralanabilir: Mali yapının yeniden düzenlenmesi veya yeni yatırımların finansmanı için şirketin varlıkları elden çıkarılabilir. İflas veya İpotek yapılması gerektiğinde. Firmaların büyüme istekleri, firmalararası birleşme; veya satın almaların nedeni; birleşme sonucu firmanın değerinin firmaların tek tek değerlerinden daha büyük olacağının düşünülmesidir (sinerji etkisi). Ortaklıktan ayrılma veya yeni ortak olma durumunda veya ortaklar arasında kar dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde,. Ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi gerektiğinde firma değer tespiti yapılması gerekir. Kamuya yararlı dernekler ve vakıflar ile hayır kurumlarına yardımlarda; vergiden düşülmesine imkan tanınması durumunda. Boşanma ve miras davalarında ihtiyaç duyulmaktadır.

Yatırımcılar, yatırımlarının kendilerine sağlayacağı getirileri ve faydayı bilmek, firmalar ise satın alma, mevcut varlığı en iyi fiyatla elden çıkarma veya içsel stratejik yönetim kararlarını uygulamada gerçek değer tespiti edilmesine ihtiyaç duyarlar. *Firma birleşmeleri*; iki yada daha fazla firmanın büyüme amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirmeleri veya işbirliğine gitmeleri olarak tanımlanabilir.²¹ *Devralma* ise bir firmanın diğer firmayı varlık ve borçlarıyla birlikte satın almasıdır. Firma satın almaları; satın alınacak firmanın gerçek değerinin bilinmesi, satın alma kararını etkileyecek en önemli faktördür.

Firma hisselerinin halka arzı; Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması ve hisse senetlerinin satışını ifade eder. Firmalar sermaye piyasalarında fon sağlayarak finansal yapılarını sağlamlaştırmak ya da yeni yatırımlara yönelmek gibi hedefleri gerçekleştirmek amacıyla hisse senetlerini halka arz ederler.²² Halka arzın başarısı, hisse senetlerinin doğru değerlenmiş olmasına ve halka arz fiyatının piyasada kazandıracak düzeyde olmasına bağlıdır. Hisse senedinin değerinin olduğundan daha yüksek belirlenmesi bu hisse senedini alan yatırımcıların servetlerinin başka kişilere transferine neden olur. Hisse senedi değerlemelerinde; bir firmanın hisse senedini satın alan yatırımcılar, hem sermaye kazancı sağlamayı hem de kar payı

²⁰ Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 7 baskı 1998, s.932-938,

²¹ Akay, Hüseyin, *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s.12

²² Bilgili, Erhan ve Sakarya, Şakir, *Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986 – 2000 Eğilimleri*, Banka – Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:38, Ağustos 2001, s.62

ödemeleri beklerler. Hisse senetlerinin fiyatını belirleyen beklenen nakit girişı ve beklenen nakit girişlerinin riskidir. Beklenen nakit girişlerini ise gelecekte dağıtılacak kar payları ve hisse senedinin fiyat artışı belirlemektedir.²³

Firma değerlemesi; hisse senedinin satılmasına veya yatırım portföyünde piyasada düşük değerle değerlenmiş finansal varlık bulundurulmasına karar verilmesinde ihtiyaç duyulur. Hisse senedi değerlemede, pay başına net gelir, beklenen getirideki büyüme ve faiz oranı etkili olur. Hisse senedi değerlemesinin kar paylarından çok kazançlara dayalı olduğu savunulmaktadır. Kazançların belirli bir bölümünün hisse senedi sahiplerine kar payı olarak dağıtıldığı kabul edilmiştir.²⁴

Stratejik karar alımında ve planlamada; değerlendirme firmanın veya iş biriminin faaliyetini sürdürme, satış, birleşme, büyüme ve diğer firmaları satın alma kararlarında gereklidir. Farklı iş birimlerinin, hangi ürünün, iş hattının, ülkenin, müşterinin devamının sağlanması yada terk edilmesi kararlarında ihtiyaç duyulur. Değerlemeyi gerektiren nedenlere; finansal yapının sağlamlaştırılması, yeni yatırımların finansmanı, özelleştirme ve iflas durumu eklenebilir.

Şirket devir alma yöntemlerine baktığımızda hedef şirketin halka açık olması durumunda pay senetlerini satın alma teklifi ile veya dolaşımdaki pay senetlerini toplayarak kontrolü ele geçirme şeklinde olabilir. Dostça devir alma düşmanca devir almaya göre daha az zahmetli olabilir. Az ortaklı ve ortakların yönetimde olduğu şirketlerde hedef şirket yönetimi ile görüşerek karar alınır.²⁵

Şirket alış satışlarının yapılmasının nedenleri; kontrolün ele geçirilmesi ile maliyetlerin azalacağı, rekabet durumunun düzeleceği, daha iyi fiyatlarda satış yapılabileceği, vergi avantajı sağlanabileceği, yönetim sorunlarının çözülebileceği ve fazla fonların kullanılabileceği düşünülür. Şirket hisselerinin bir kısmının satılması durumunda da satan ve alan tarafların değerlendirme ve fiyatlamaya ihtiyaçları olacaktır. Şirket birleşmelerinde de gerek finansal gerekse faaliyet açısından çeşitli avantajlardan faydalanılacağı düşüncesi hakimdir. Değer belirlemenin genel bir yoluna *değerleme yaklaşımı*, yaklaşım içerisindeki değer belirlemeye *değerleme yöntemi*, değerlendirme yönteminin adımlarına *değerleme prosedürü* denilmektedir.²⁶ Değerleme yaklaşımlarını;

²³ Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004, s.208

²⁴ Bahski, Gurdip ve Chen, Zwiwu, *Stock Valuation In Dynamic Economies*, Yale International Center For Finance, Working Paper No:00-36, 2001, Mayıs.2

²⁵ Sarıkamış, a.g.e., s.32-36

²⁶ Yürüdü, a.g.e., s.15

Aktif bazlı, piyasa kıyaslama ve gelir yaklaşımları olmak üzere üç grup altında toplamak mümkündür.

1.5. Değerlemede Risk ve Getiri Kavramı

Yatırım riski, beklenenden daha farklı bir getiri elde etme olasılığı ile ilişkilidir. Olası sonuçların değişkenliği ne kadar fazla ise yatırım da o kadar riskli kabul edilir. Finansal yatırımın tek dönemli getiri oranı, yatırım aracını elde tutma döneminin başındaki fiyatın bir yüzdesi olarak yatırım döneminde elde edeceği getiriyi ifade etmektedir.

Belirsizliklerin ana kaynaklarına bakıldığında pekçok risk unsuru görülmektedir. Yatırımın bugünkü değeri, piyasa faiz oranlarındaki değişiklikler ile ters yönde hareket etmektedir. *Faiz oranı riski*, ekonomideki enflasyon oranı ve enflasyon ile ilgili beklentilerle yakından ilgilidir.²⁷ *Satınalma gücü riski* fiyatlar genel düzeyindeki yükselmesinden ötürü düzeltilmemiş getiri, *nominal getiri*, düzeltme yapıldıktan sonraki getiri ise *reel getiri oranı* olarak tanımlanır. *Piyasa riski* de ekonomik durgunluk gibi etkenlerle ortaya çıkmaktadır. *Sektör riski* ise gümrük ve kota, hammadde gibi sektörü oluşturan ürün ve şirketleri etkileyen olayların bir yatırımın toplam getiri değişkenliği içindeki payı olarak ifade edilebilir. *Likidite riski*, likit olmayan varlıkların elden çıkarılabilmesi için gerekli yüksek fiyat iskontolarını açıklamaktadır. *Siyasi risk*, dünyadaki ve ülkedeki siyasi kararsızlıkların ve savaşların yatırımcıların davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini yansıtır. *Yönetim riski* ile yöneticilerin hataları yansıtılmaktadır. *Risk primi*; riskli bir yatırım aracını elde bulundurmak için yatırımcının isteyeceği ilave getiri olarak bilinir. Risk ölçümünde de pek çok sorunla karşılaşılır. *Risk*, zarar etme olasılığı olarak olarak tanımlanabilir.

1.5.1. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli

Genel kabul görmüş risk ve getiri modellerine baktığımızda CAPM (Capital Asset Pricing Model – Finansal Varlık Fiyatlama Modeli) ile ilgili olarak William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin varsayımları şöyledir: Fiyatlar yatırımcıların bireysel alım satım faaliyetlerinden etkilenmez. Planlar birbirine eşit ve tek bir elde tutma süresi için yapılmaktadır. Yatırımlar, hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçları ile sınırlandırılmıştır. Getiriler üzerinden herhangi bir vergi ödenmez. Yatırımcılar rasyonel davranırlar. Yatırımcıların inançlarının homojen beklentilerine uygun davrandıkları

²⁷ Bozkurt, Ünal, *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İstanbul, 1988 , s.85

varsayılır. Bütün yatırımcıların, bütün varlıkları kapsayan bir piyasa portföyündeki varlıklara yatırım yaptıkları varsayılmaktadır. CAPM, bir varlığın uygun risk priminin yatırımcıların toplam portföy riskine yapmış olduğu katkıyla belirleneceğine ilişkin görüş üstüne kurulmuştur.²⁸ Beklenen getiri beta ilişkisini ortaya koyan formül; $E(R_{ABC}) = R_f + \beta_{ABC}[E(R_M) - R_f]$.

Ayrıca $COV(R_{ABC}, R_M) / \sigma_M^2$ terimi; piyasa portföyünün toplam varyansının bir oranı olarak, ABC hisse senedinin piyasa portföyünün varyansına katkısını ölçmekte ve Beta β olarak anılmaktadır.

Menkul Varlık Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM), sistematik risk ile getiri arasındaki ilişkiyi (trade off'u) rekabetçi bir sermaye piyasasında inceleyen bir modeldir. Şirket hisse senetlerinin pazar değerinin belirlenmesinde, temettü geliri yanında ikinci temel unsur şirket getirilerinin riskidir. Elde edilecek temettüler ile oluşacak cari pazar değerinin hesaplanmasında kullanılacak iskonto oranı, ekonomiye, sektöre ve firmanın kendine has şartlarına göre belirlenecektir. Bir yatırımcı risksiz olarak kabul edilen devlet tahvillerine yatırım yaptığında, elde edeceği gelirin iskonto (verim) oranı risk unsurunu içermeyecektir. Yatırımcı, hisse senedine yatırım yapmakla riske girdiğinden, sözkonusu risk karşılığı olarak fazladan bir prim talep etmektedir. Bu durumda talep edilen iskonto oranı $i = i_f + Q$ şeklinde ifade edilebilir. Eşitlik içinde risk primi Q , risksiz sermaye maliyeti ise i_f ile ifade edilmektedir. Buradaki risk primi (Q) şirketin içinde bulunduğu pazarın ve firmanın finansal riskidir. Riski, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayırmak mümkündür. Ekonomik, politik ve sosyal durum ve benzeri çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanıp, bütün şirketleri aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen riskler, *sistematik risk* olarak adlandırılmaktadır. Sistematik riskler, yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile değiştirilememekte ya da ortadan kaldırılamamaktadır. *Sistematik olmayan risk* ise, sadece bir firmayı etkilerken diğer firmaları etkilemeyen, finansal varlıkların bireysel ya da sektörel olarak sahip oldukları risklerdir. *Faaliyet riski*, *finansal risk*, *yönetim riski* ve *sektör riski* sistematik olmayan risklerdir. Her iki riskin toplamı yatırım aracının verimliliğindeki değişkenliğin derecesini belirler. Sistematik risk, finansal varlığın verimi ile piyasanın genel verimi arasındaki kovaryans ile ölçülür ve beta katsayısı olarak belirtilir. Risk primi (Q) açılarak iskonto oranı yazılırsa;

$$i = i_f + (i_m - i_f) \cdot \beta$$

i : Hisse senedi kazanç oranı (iskonto oranı),

²⁸ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.48

if: Risksiz iskonto oranı (devlet tahvili faiz oranı),

im: Piyasa kazanç oranı,

β : Beta katsayısı; finansal varlığın sağladığı kazançlarla pazarın (borsanın) kazançları arasındaki kovaryansın, pazarın (borsanın) varyansına oranı;

$$\beta = \frac{\text{Cov}(i, i_m)}{\text{Var}(i_m)}$$

β katsayısı, bir hisse senedinin veriminin piyasa verimi ile paralel olup olmadığını gösterir. Bu katsayının 1 olması, hisse senedinin veriminin piyasanın verimi ile aynı oranda değiştiği, 1'den büyük olması ise hisse senedinin veriminin piyasanın veriminden daha yüksek düşüş veya çıkış gösterdiği anlamına gelir. Sermaye yapısı değiştiğinde beta için, şu ilişki yazılabilir;

$$\text{BetaL} = (1 + (1-v) \cdot B/S) \cdot \text{Betau}$$

BetaL: Borç kullanımı durumunda sermaye beta'sı,

v: Marjinal vergi oranı,

B/S: Borç/sermaye oranı,

Betau: Borç kullanmadan oluşan beta.

Farklı ülke betaları kullanılırken ülke riskinin dikkate alınması gerekir. FVFM ortalama varyans analizini kullanmakta, varlığın pazar ortalama getirisi ile ilişkisinin beta katsayısı ile ölçüldüğünü belirtmektedir. Finansal varlık fiyatlama modelindeki varsayımlar gerçeklerden uzaklaşmakta ancak modelin sade olması sebebiyle yaygın kullanılmasına sebep olmaktadır. Diğer alternatif modeller; sıfır betalı FVFM, çok dönemli FVFM, çok betalı FVFM ve Uluslar arası FVFMdir. Küçük firmalar tüm düzeltmelere rağmen daha fazla getiri sağlamaktadırlar. ²⁹

1.5.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modelinde (Arbitrage Pricing Model-APM), menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki faktörler tarafından oluşturulduğu ve getiri ile risk arasında pozitif ilişkinin varlığı kabul edilir. Bu faktörler GSMH, enflasyon, para arzı, faiz gibi değişkenlerdir. Menkul kıymet sayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, ama sistematik risk değişmeyecektir. Menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken faktörlere göre menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplamı olarak ifade edilmektedir.

²⁹ Yörük, Nevin, *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi*, İMKB 2000, s.31-45

Buna göre, menkul kıymetin getirisi ($E(I_i)$);

$$E(I_i) = i_f + (E(f_1) - i_f) \cdot \beta_{i1} + \dots + (E(f_N) - i_f) \cdot \beta_{iN}$$

i_f : Risksiz iskonto oranı (devlet tahvili faiz oranı),

$E(f_1)$: 1. Değişkenin beklenen getirisi,

$E(f_N)$: N. Değişkenin beklenen getirisi,

β_{i1} : 1. Değişkenin sistematik riski,

$E(f_1) - i_f$: 1. Değişkenin risk primi.

Hesaplanmasındaki güçlüklerle rağmen, ampirik araştırmalar APM'nin beklenen getiriyi CAPM'ne kıyasla daha iyi ölçtüğünü göstermektedir.

Nakit Akımlarından Firma Değerinin Hesaplanması: Nakit akımları, iskonto oranı ve tahmin süresi belirlendikten sonra, firma değerinin hesaplanmasında 5-10 yıllık nakit akımlarının bugünkü değeri tahmin edilir ve son yıldan (olgunlaşma yılı) sonra sonsuza kadar aynı nakit akımlarının gerçekleşeceği varsayılarak, artık değer bulunup bugünkü değere indirgenerek firma değerine ulaşılır.

$$\sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} + \frac{A_d}{(1+i)^{n+1}}$$

FD: Firma değeri, Ad: Artık değer (Residual Value) Artık değer ise 3 değişik metotla bulunabilir:

a) *Süreklilik*; tahmin süresinin sonundan itibaren, serbest nakit akımının sonsuza kadar gerçekleşeceği varsayılarak nakit akımları bulunur. Sonsuza kadar yaratılacak yıllık serbest nakit akımlarını bulmak için kullanılan katsayı ise; dir. g: Nakit akımları büyüme oranı.

$$\frac{1+g}{i-g}$$

b) *Fiyat/Kazanç oranı*; tahmin süresi sonunda hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen Fiyat/Kazanç oranı ile tahmin edilen firma kazancı çarpılarak nihai değere ulaşılır.

c) *Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı*; Tahmin süresi sonunda hisse senedi piyasasında geçerli olacağı beklenen Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ile tahmin edilen defter değeri çarpılarak nihai değere ulaşılır.

İNA yönteminin bazı eksik yönleri ve kullanılamayacağı alanlar ise şunlardır:

- Bu yöntemde, iskonto oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca, iskonto oranını tahmin etmek, özellikle enflasyonun yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kolay olmamaktadır.

- Gelecek yıllar nakit akımlarının tahmin edilmesi çok zordur.
- Temettü ve vergileme politikası dikkate alınmamaktadır. Gelecekte temettü dağıtım oranının ve vergi oranlarının değişebileceği unutulmamalıdır.
- Bu yöntem, küçük firmalar için çok uygun değildir. Çünkü, küçük firmaların kazançları genelde şirketin başında bulunan yöneticiye/sahibine bağlıdır ve gelecek kazançlar daha çok kişilere bağlı ve risklidir.
- Halka arzlarda azınlık hisse senetleri piyasaya arz edilirse, yatırımcı için önemli olan nakit akımları değil temettü ödemeleri olacaktır.
- Yüksek teknoloji alanında yatırım yapan firmaların nakit akımları ilk yıllarda negatif olabilir ama ilerleyen yıllarda pozitif dönecektir; bunun tahmini de güç olabilecektir.

• Yöntem teorik olarak sağlam olmakla birlikte uygulamada subjektif sonuçlar vermektedir. Sayılan bu olumsuz yönlerine rağmen, İNA yöntemi, modern değerleme yöntemi olarak genel kabul görmüş bir yöntemdir. Çünkü; nakit akımlarını indirgemek suretiyle, paranın zaman değerini dikkate alan bir yöntem olması, bu yöntemin önemli bir avantajıdır. Ayrıca, bu yöntem, değişik muhasebe yöntemlerinden etkilenmemekte, risk faktörünü ve bütün yatırımları da dikkate almaktadır. Blok satış yönteminde yatırımcı, şirketin temettü getirisi ve borsadaki kazancından ziyade, şirketin gelecek yıllardaki nakit akımları ile ilgilenmektedir. İNA yöntemi diğer yöntemlere göre karışık olmasına rağmen, daha önce halka açılmamış ve hisseleri blok olarak satılacak şirketler için firma değerini en sağlıklı yansıtan yöntem olarak kabul edilmektedir.

1.5.3. Endeks Modeli

Sharpe tarafından ortaya atılan Endeks modelinde tek tek hisse senedi risklerini ölçmek yerine piyasanın toplam riski ölçülmektedir. $R_i = E(R_i) + m_i + e_i$ ile belirli bir elde tutma dönemi için getiriyi yazabiliriz. $E(R_i)$; elde tutma döneminin başında, yatırımcının bu dönem için beklediği getiriyi. m_i ; genel kapsamlı olayların menkul kıymet getirisindeki etkilerini. e_i ; şirkete özgü beklenmeyen olayların etkisini ifade etmektedir.

Portföydeki hisse senedi sayısı arttıkça, portföy riskinin piyasa dışı faktörlere atfedilen bölümü çeşitlendirmeye giderek azalmakta ve nihayet bir noktada kalmaktadır. Piyasa riski, çeşitlendirmeye ortadan kaldırılamamaktadır. Tek endeks modeline göre, hisse senedi getirisi üç unsurdan oluşmaktadır. Piyasanın risksiz faiz oranı (α_i), tüm piyasanın hareketinden kaynaklanan getiri ($\beta_i(R_M - R_f)$) ve şirket ile ilgili faktörlerdeki önceden sezilemeyen değişimleri ifade eden bölüm (e_i). Böylece; $R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_M - R_f) + e_i$

Tek endeks modelinde, getirinin *sistemik* ve *sistemik olmayan* (şirkete özgü) unsurlara ayrılması kullanışlı olmakla birlikte, sistemik riskin tek bir faktörle ilişkilendirilmesi yerine enflasyon oranı, faiz oranları, sanayi üretimindeki değişim oranı, beklenen enflasyondaki değişim oranı gibi çeşitli faktörlerle ilişkilendirilmesi tartışılabilir. Çok faktörlü endeks modellerinde seçilecek makro ekonomik faktörlerin mümkün olduğunca hisse senedi getirilerindeki değişimleri açıklayıcı olması gerekir. 1976 yılında Stephan Ross tarafından geliştirilen APT (Arbitrage Pricing Theory – *Arbitraj Fiyatlama Teorisi*) çok sayıda menkul kıymet ile iyi çeşitlendirilmiş bir portföyden yararlanarak beklenen getiri beta ilişkisini tesis edebilir. CAPM’de gözlemlenemez bir piyasa portföyü varsayımı vardır.

İndirgeme oranının tahmin edilmesi: CAPM hesaplamak için, cari risksiz getiri oranı, piyasa endeksinin beklenen getirisi ve analiz edilen varlığın betasına ihtiyaç vardır. Risk primi genellikle tarihi verilere dayalı olarak hesaplanır. Risk primi değişkenliklerin fazla olduğu gelişmekte olan piyasalarda, siyasi istikrarsızlık olan piyasalarda ve borsaya büyük ve istikrarlı şirketlerin kote olmadığı piyasalarda daha zor hesaplanır. Uzun vadeli devlet tahvilleri risksiz getiri oranı olarak kullanılır. *Borç maliyeti*; cari faiz oranı, şirketin borç ödeyememe riski ve borca ilişkin vergi avantajı ile belirlenir.

Beta değerinin tahmin edilmesi: *Sistemik risk*; sektör ve ekonomiden kaynaklanan riski ifade ederken, *sistemik olmayan risk*; şirkete özgü faktörlere bağlı riski ifade etmektedir. Beta değerinin birden büyük olması, varlığın piyasaya oranla daha riskli olduğu söylenebilir. Bir şirketin betasını belirleyen faktörler; faaliyette bulunduğu iş türünün piyasa şartlarına duyarlılığı, yüksek faaliyet kaldırıcına sahip olması yani toplam giderler içerisinde yüksek sabit giderlerinin olması, finansal kaldıraç derecesinde bir artış kötü gelişmelerin yaşandığı dönemde geliri azaltacaktır. Likiditesi zayıf varlıklarda beta hesaplarırken; karşılaştırılabilir şirket veya sektör verileri kullanılabilir. Geçmişteki verilerden gelecekteki betaların hesaplanmaya çalışıldığı dikkate alınmalıdır.

1.6. Firma Değeri ve İskonto Oranının Hesaplanması

Firmalar değerlendirecekleri yatırım projelerinde iskonto oranı olarak sermaye maliyetini esas alacaklarından, firma değeri, iskonto oranı ve sermaye maliyeti arasında yakın bir ilişki vardır. Borçların maliyetinin özsermaye maliyetinden daha düşük olduğu kabul edilir. Borçlara ödenen faizlerin vergiden düşülebilmesi, borçların firmaya olan maliyetini azaltmaktadır. Özsermaye firmaya borç verenler açısından riski azaltıcı önemli bir unsurdur. Borç ve özsermayeyi en uygun oranlarda bir araya getirerek, optimal

sermaye bileşimine erişildiğinde firmanın değer maximizasyonu sağlanacaktır. Sermaye maliyeti, toplam sermayeyi oluşturan herbir sermaye unsurunun maliyetlerinin ortalaması olup ağırlıkları ile ölçülür. Burada maliyetlerin bileşkesini oluşturan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ele alınacaktır.³⁰

1.6.1. Yabancı Kaynakların Maliyeti

Firma sermayeyi getirileri kesin olarak belirlenemeyen varlıkların yatırımında kullanır. Firmaları borçlanmaya iten nedenler arasında; beklenmedik nakit açıkları, sermaye yatırımlarını finanse etmek için fon gereksinimi, finansal kaldıraçtan yararlanma isteği sayılabilir. Borçların maliyeti ödenen faiz tutarıdır. Faiz oranı ve faiz ödeme dönemleri anlaşmayla belirlenir. Tahvillerin maliyeti bir tahvilin piyasa fiyatı gelecekte elde eilecek nakit akımlarının şimdiki değeridir. Nakit akımları tahvilin vadesi boyunca ödenen faizler ile vadesi sonunda ana para tutarından oluşur. Tahvillerin maliyetlerini, faiz ödemeleri, tahvilin anaparası ve çıkarma giderleri etkiler. Tahvillerin piyasa tarafından farklı fiyatlandırılan özellikleri; temerrüt riski, likidite, vergi borcu, beklenen değer sayılabilir.³¹ Genelde her tür menkul kıymet çıkarılmasının yönetim giderleri, bazı yasal ödemeler, riskler gibi çıkarma giderleri söz konusudur.

Tahvillerin vergiden önceki maliyeti;

$$I_b = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k_d)^t} + \frac{P}{(1+k_d)^n}$$

Tahvillerin vergiden sonraki maliyeti;

$$I_b = \sum_{t=1}^n \frac{C_t(1-v)}{(1+k_d)^t} + \frac{P}{(1+k_d)^n}$$

I_b = Tahvil çıkarılmasının firmaya sağladığı para girişi

C_t = Yıllık faiz ödemeleri

P = Tahvillerin nominal bedeli

k_d = Tahvil çıkarılarak sağlanan fonların maliyeti

n = Tahvilin vadesi

v = Vergi oranı

³⁰ Chambers, a.g.e., s.37

³¹ Fisher, Donald E. ve Jordan, Ronald J., *Security Analysis And Portfolio Management*, Prentice-Hall International Editions, Usa, 1991, s.80

1.6.2. Ayrıcalıklı Hisse Senetlerinin Maliyeti

Ayrıcalıklı hisse senetleri, sabit kar payı ödenen ve genellikle vadesi olmayan hisse senetleridir. Sabit kar payı ödenmesi nedeniyle, sabit faiz ödemeli tahvillere, vade tarihleri olmaması sebebiyle de adi hisse senetlerine benzerler.³² Firmaya borç verenlerin bütün borçları ödedikten sonra ayrıcalıklı pay senedi sahiplerine kar payı ödenir. Adi hisse senedi sahiplerinin kar payları ise daha sonra ödenir. Vergisel yarar sağlamayışları nedeniyle, ayrıcalıklı hisse senetlerinin, borçlara göre firmanın finansman yapısı içinde maliyetleri daha yüksektir.³³ Kar payı ödemelerinin, firmayı iflas gibi durumlara sokmadan ertelenebilme yetenekleri vardır.

Özsermaye maliyeti: Özsermaye, firma sahiplerinin veya ortaklarının firmaya yapmış oldukları sermaye yatırımlarıdır. Yatırımdan elde edilmesi gereken en düşük karlılık oranı özsermaye maliyeti olarak tanımlanabilir. Hisse senedi yatırımcıları, hisse senetlerinin piyasa fiyatının zaman içerisinde artarak değer kazanmasından elde edecekleri sermaye getirisi ve hisse senetlerine ödenecek kar payıdır.³⁴ Beklenen getiri, beklenen kar payı getirisi ile beklenen sermaye kazancı getirisi toplamından oluşmaktadır. Yatırımcı tarafından beklenen bu getiriye piyasa kapitalizasyon oranı denir. Firma özsermayesini adi hisse senetleri satarak ya da elde ettiği karları firmada alıkoyarak artırabilir. Özsermaye maliyetini hesaplayabilmek için kabul gören iki yaklaşım, kar payı büyüme modeli ve finansal varlıkları fiyatlama modelidir.

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

k_e = Hisse senedinin beklenen getirisi

P_0 = Hisse senedinin cari piyasa değeri

P_1 = Hisse senedinin bugünden itibaren bir yıl sonra beklenen fiyatı

D_1 = Hisse başına beklenen kar payı

Kar payı büyüme modeli ve özsermaye maliyeti: Adi hisse senetlerinin maliyeti; adi hisse senedi, firmanın varlıkları üzerinde sahiplik hakkını temsil eder. Hisse senedinin gelecek yıla ait fiyatı, kar payı ödemeleri ve aynı düzeyde riske sahip diğer hisse senetlerinin beklenen getirisi tahmin edilerek, adi hisse senedinin piyasa değeri hesaplanabilir. Firmanın yatırımcıya ödediği tek nakit akışının kar payları olduğu

³² Fabozzi, Frank J. , Modigliani, Franco ve Ferri, Michael G., *Foundations Of Financial Markets And Institutions*, Prentice-Hall International, Inc, Usa, 1994, s. 432

³³ Seitz, Neil ve Ellison, Mitch, *Capital Budgetting And Long-Term Financial Decisions*, The Dryden Press, Usa, 1995, s.501

³⁴ Brealey, Richard A., Myers, Steward C. ve Marcus, Alan J., *İşletme Finansının Temelleri*, Çev. Bozkurt, Ünal, Arıkan, Türkan, Doğukanlı, Hatice, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997, s.123

varsayılmaktadır. Kar paylarının bugünkü değeri ile firmanın adi pay senetlerinin cari piyasa fiyatını birbirine eşitleyecek iskonto oranı, yatırımcının beklediği getiri oranını temsil eden orandır. Firmanın adi hisse senetlerinin cari piyasa fiyatı, yatırımcıların gelecekte bekledikleri kar paylarının iskonto edilmiş değerine eşit olmaktadır.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k_e}$$

P_0 = Bugünkü değer

k_e = Hisse senedinin beklenen getirisi

P_1 = Hisse senedinin bugünden itibaren bir yıl sonra beklenen fiyatı

D_1 = Hisse başına beklenen kar payı

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

P_0 = Adi hisse senedinin cari piyasa değeri

k_e = Adi hisse senetlerinin maliyeti

D_t = t döneminde hisse senedi başına ödenecek kar payı

Dağıtılacak kar paylarının her yıl sabit olması³⁵ :

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

P_0 = Adi hisse senedinin cari piyasa değeri

k_e = Adi hisse senetlerinin maliyeti

D = Bu dönemde ve gelecek dönemlerde beklenen sabit kar payı ödemeleri

Dağıtılacak kar paylarının önce normal üstü daha sonra normal hızda artışı:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_N(1+g_n)^t}{(1+k_e)^t}$$

g_s = Kar paylarındaki normal üstü artış

g_n = Kar paylarındaki normal artış

N = Normal üstü büyüme hızının devam edeceği süre

n = Normal büyüme hızının devam edeceği süre

Alınan karların maliyeti

³⁵ Sharpe, William F. ve Alexander, Gordon J., *Investments*, Prentice-Hall International Editions, Usa, 1990, s.465

1.7. Değer Tespit Yaklaşım, Yöntem ve Methodları

Değerlemenin temel ilkeleri ve Klasik değerlendirme yöntemleri: Şirket maliyetlerine dayalı değerlendirme modellerinde; aktiflerden borçlar çıkarılarak özsermaye değerine ulaşılmaya çalışılır. *İndirgenmiş nakit akımları* modellerinde; gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanmaya çalışılır. *Normaldışı karlar* modelinde; mevcut aktiflerin yarattığı değere, aynı aktiflerin yarattığı normal dışı karların indirgenmiş değerlerinin eklenmesiyle hesaplanır. *Opsiyon fiyatlama* modeli de lisans ve doğal kaynaklarla ilgili hesaplamalarda faydalı sonuçlar vermektedir.

Şirket değerlendirme modellerini Damodaran³⁶ öncelikle üç gruba ayırmıştır: Opsiyon fiyatlama modelleri ile özsermaye, doğal kaynak ve ürün başlıklarında incelenebilir. Karşılaştırmalı değerlendirme modelleri çarpan bazında incelendiğinde; fiyat/kazanç, fiyat/defter değeri ve fiyat/Satışlar veya yaklaşım olarak incelendiğinde; Temel analiz, karşılaştırılabilir şirketler ve regresyon yöntemlerinden bahsedilebilir. *DCF (indirgenmiş nakit akımları)* modelleri ise büyüme yapısına göre gruplandığında; sabit, iki veya üç aşamalı olarak gruplanabilirken firma veya özsermaye açısından da incelenebilmektedir. *Özsermaye* açısından incelendiğinde temettüller veya özsermaye FCF (serbest nakit akımları) dikkate alınabilir.

Şirket değerlemesinde finansal analiz temelde oranlara dayanır. Mali tablolar şirket yönetimi ve planlama için kesinlikle gereklidir. *Yatay finansman kuralları* olarak vadelerin uyuşması gerekir: İlk olarak ; duran varlıkların özsermaye ve uzun süreli borçlardan az olması gerekir. İkinci olarak; duran varlıklar ve dönen varlıkların sürekli kısmının özsermaye ve uzun süreli borçlardan az olması gerekir. Son olarak; dönen varlıkların kısa süreli borçların iki katından fazla olması gerekir. *Dikey finansman kuralında* borçların özsermayeden az olması, hatta kıta avrupasında yarısından az olması gerekir. Finansal analizde kullanılabilecek araçlar; karşılaştırmalı mali tablolar, dikey yüzde, eğilim yüzdeleri, oranlar analizleri, faaliyet kaldırıcı, finansal kaldırıcı, fon akım, nakit akım, net işletme sermayesi değişim, dağıtılabilir kar, kara geçiş analizleri sayılabilir.

Oranlar yoluyla analizde; oranların yorumlanması hesaplanmasından daha önemlidir. Oranları yorumlamak için geçmiş faaliyet dönemleri, aynı faaliyet kolundaki

³⁶ Damodaran, a.g.e., s.502

benzer ölçekteki şirketler veya sektör ortalaması veya genel kural olarak kabul edilmiş standart oranlar ile karşılaştırmak uygun olacaktır. Oranların sınıflandırılması:

Likidite oranları kısa süreli borç ödeme gücünü gösterir. *Cari oran* olarak dönen varlıkların kısa süreli borçlara oranı kullanılır. Çeşitli etkenlere bağlı olarak genelde 1,5 ila 2 arasında olması beklenir. *Likidite oranı* ise dönen varlıklar eksi stokların kısa süreli borçlara oranını yansıtır. Genelde 0,6 ila 1 arası kabul edilebilir. *Nakit oran* ise; kasa banka ve pazarlanabilir menkul kıymetlerin, kısa süreli borçlara oranıdır ve 0,2'nin altına düşmemesi beklenir.

Finansal yapı oranları borç özsermaye oranlarına dayanır. *Borç/aktif toplamı oranı* 0,5'ten büyük olmamalıdır. Özsermaye veya kısa süreli borçların aktiflerle karşılanması veya borçların özsermaye'ye oranı da incelenebilir.

Faaliyet oranları varlıkların etkin kullanılıp kullanılmadığını belirleyen oranlardır. *Alacak devir hızı*; kredili satışların ticari alacaklara oranını yansıtır. *Stok devir hızı*; satılan malın maliyetinin ortalama stoğa oranıdır. Ayrıca net satış tutarının işletme sermayesine, maddi duran varlıklara veya toplam aktiflere oranları da kullanılabilir.

Karlılık oranları; yatırıma veya satışlara göre karlılığı ölçer. Net kar veya vergi öncesi karın özsermaye veya aktif toplamına oranı yatırıma göre karlılığı veren oranlardır. Satılan malın maliyetinin veya faaliyet karının veya net karın, net satış tutarına oranı da satışlara göre karlılığı veren oranlardır. *Sabit yükümlülükleri karşılama gücünü* ölçmek için şirketin finansal kaldıraçtan yararlanma gücünü gösteren faiz karşılama oranı; vergi öncesi kar ve faizlerin, faizlere oranı olarak hesaplanır.

Piyasa ile ilişkili oranlar olarak *Fiyat/kazaç*, *Piyasa değeri/defter değeri*, *Piyasa değeri/Nakit akımı* oranları kullanılır. Kaldıraç analizi için havayolu gibi sabit giderleri yüksek sektörlerde, satışlardaki ufak bir değişiklik, kar üzerinde çok büyük bir değişiklik oluşturur. *Faaliyet kaldırıcı*; kardaki görece değişimin üretim ve satışlardaki görece değişmeye oranı olarak belirtilir. *Finansal kaldıraç* derecesi; net kardaki görece değişimin faiz ve vergiden önceki karda görece değişmeye oranı olarak tanımlanır ve şirkete sabit yük getiren finansman kaynaklarıyla ortaya çıkar.

Bilanço ve gelir tablosu dipnotları ve ekleri ile temel mali tablolarıdır. Değerleme yaklaşımlarında kullanılırlar. Fon akım ve nakit akım tabloları ise indirgenmiş nakit akımları gibi bazı değerlendirme yöntemlerinde kullanılmaktadır. Ayrıca satışların maliyeti, kar dağıtım tablosu ve öz kaynaklar değişim tablosu gibi ek mali tablolar da vardır. Mali

tablolardaki bilgiler anlaşılabilir, ihtiyaca uygun, güvenilir, karşılaştırılabilir olmalı ve zamanında düzenlenmelidir.³⁷

Finansal tablolar işletme sonuçlarının yönetimce değerlendirilmeleri yanında ileriye dönük karar alınmasında da bilgi sağlarlar. Ayrıca yönetimin ortaklara karşı sorumluluklarını da açıklarlar. Büyük işletmelerin oluşturulmasında ve küçük yatırımcıların işletmeye çekilebilmesinde mali tablolar açıklayıcıdır. Yatırımcılar ancak finansal tablolara bakarak yatırım yapma kararı verebilirler.³⁸

Değerlemede finansal tabloların düzeltilmesi: Muhasebe kayıtlarından hazırlanacak mali tablolar üzerinde düzeltme yapılmadan analiz için uygun değildir. Halka açık olmayan şirketlerde vergi yükünü hafifletmek amacıyla kar minimize edilecek şekilde mali tablo hazırlandığı için gerek alıcılar gerekse banka kredi komitelerince etkili değildirler. Özellikle amortismanı tabi varlıklarda mali tablolarda düzeltme gerekir. Ayrıca halka açık olmayan şirketler tarafından hazırlanan mali tablolar tahakkuk esasına göre değil ödeme esasına dayanmaktadır.

Bilanço; belirli bir tarihte bir firmanın varlıklarını, borçlarını ve özsermayesini tasnifli bir şekilde gösteren bir tablodur.³⁹ Bilanço kalemlerinin analiz amacına uygun olarak tasnifi gerekebilir. *Hazır Değerler*; işletmenin elinde bulunan ve istenildiği anda hızlı bir şekilde nakte çevrilebilen değerlerdir. *Alacakların*; ticari faaliyetlerden olanlar, vadesi bir yıldan uzun olanlar, hatır senetleri, şüpheli alacaklar şeklinde sınıflandırılmasında ve değersiz alacaklar için karşılık ayrılmasında yarar vardır. *Stoklar*; henüz üretim presüdüüne girmemiş hammadde stokları, mamüller, üretim giderlerinden belli oranda pay alan yarı mamül stokları şeklinde sınıflandırılır. Stok maliyeti belirleme yöntemlerinden ilk giren ilk çıkar, piyasa fiyatı veya son giren ilk çıkar yöntemlerinden hangisinin kullanıldığı dipnotlarda belirtilmelidir. *Peşin ödenen giderlerin* kullanımı ise bir yıldan sonra beklenmektedir. *Maddi olmayan duran varlıklar*; fiziki olmayan örgütlenme giderleri, şerefiye, patent, telif hakkı gibi sözleşme sürelerince geçerli varlıklardır. *Borçlar*; kimlere ve vadelerine göre sınıflandırılırken, kredi borçları dahil edilmemelidir.

Gelir tablosu; bir işletmenin bir hesap döneminde elde ettiği gelirlerle katlandığı giderleri ve maliyetleri tasnifli bir şekilde gösteren ve dönemin faaliyetinin sonucunu, kar

³⁷ Doyrangöl, Nuran Cömert, Gökçen, Gürbüz, İbiş, Cemal, *Genel Muhasebe Defter Tutma Uygulamaları*, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, 3. baskı,

³⁸ Akdoğan ve Tenker, a.g.e., s.24-26

³⁹ Akgüç, a.g.e., s.99

veya zarar olarak özetleyen tablodur.⁴⁰ Vergi yükünü azaltmak için düşük, bankalardan kredi sağlanmasını kolaylaştırmak için yüksek gösterilebilmektedir. *Satışlar*: Satış hacminin genişlemesi yanında karlılıktaki artış da birlikte incelenmelidir. Satışların maliyeti; satılan malın maliyeti ve miktarındaki değişimler ve stok değerleme yöntemindeki değişiklikten kaynaklanabilir. Finansal kiralama ödemeleri gider gösterilmek suretiyle gösterilmelidir. Finansal tip kiralamada tüm risk ve kazançlar varlık sahibine devredilmekte, faaliyet tipinde ise kiraya verilen varlıklar, kiraya verenin bilançosunda gösterilmektedir. Varlığın yararlı ömrü boyunca haklı bir sebep olmadıkça dönemden döneme amortisman yöntemi değiştirilmez. Finansal giderleri borçlanılan fonlarla ilgili faiz, kur farkı maliyetleri ifade eder. Kıdem tazminatı karşılığı SPK'ya tabi şirketlerde ayrılması mecburidir.⁴¹

Likidite oranları: *Cari oran*; kısa vadeli yabancı kaynakların ödenmesinde güçlüklerle karşılaşılıp karşılaşılmayacağı konusunda fikir veren oran dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranlanması ile bulunur.⁴² *Likidite oranı*; dönen varlıklardan stoklar, satıcılara verilen avanslar ve peşin ödenmiş giderlerin çıkarılmasıyla bulunan değerın kısa süreli borçlara bölünmesi ile bulunur. Türkiye'de batı ölçülerine göre daha düşük olan bu oran imalat sanayi için %70 civarındadır. *Nakit oranı*; para mevcudu ve kolaylıkla nakte çevrilebilen iktisadi değerlerden oluşan hazır değerlerin kısa süreli borçlara bölünmesi ile bulunur. *Net işletme sermayesi*; dönen varlıklardan kısa vadeli borçların düşülmesiyle elde edilir. Bu oran sektör ortalaması ile mukayese edilebilir.

Faaliyet oranları: *Aktif devir hızı*; net satışlar tutarının, yıl sonu veya ortalama varlık tutarına bölünmesi ile bulunur. Maddi duran varlıklar varlık toplamı içerisinde büyük yer tutuyorsa varlık devir hızı düşüktür. Bir firmanın özsermaye karlılığını etkileyen üç oran; varlık devir hızı, kar marjı ve borçların aktif toplamına oranı olarak hesaplanan kaldıraç oranıdır. *Alacak devir hızı*; kredili ticari alacakların net satış tutarına bölümü ile hesaplanan bu oran, alacakların tahsil kabiliyetini ve likiditesini belirler. *Alacakların tahsil süresi* ise alacakların ortalama kaç günde tahsil edildiğini gösterir. *Stok devir hızı*; kredi analistlerince stokların paraya dönüşüm hızı olarak hesaplanır.

Finansal Oranlar: *Toplam Borç / Özsermaye*; kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların, özkaynaklara bölümü ile hesaplanan, özellikle kriz dönemlerinde işletmenin mali bağımsızlığını gösteren bir orandır. *Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Aktif*; büyük sanayi işletmelerinde 1/3 oranının üzerine çıkmaması beklenen ancak işletmenin faaliyet

⁴⁰ Yürüdü, a.g.e., s.89

⁴¹ Durmuş, Hayri Ahmet, *Mali Tablolar Tahlili*, İstanbul, 1995, s.48

⁴² Bozkurt, Arıkan ve Doğukanlı, a.g.e., .S. 472

konusuna bağı olan bir orandır. Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Aktif; maddi duran varlıkların özsermaye bölünmesiyle elde edilen bu oranın birin altında olması; vadesi bir yılın üstünde olan varlıkların finansmanında yabancı kaynaklardan yararlanılmadığı anlamına gelir.

Karlılık oranları: Net Dönem Karı / Toplam Aktif; Kaynakların verimliliğini göstermek amacıyla vergi öncesi ve sonrası hesaplanabilir. Sektör ortalaması ile karşılaştırılabilir. Net dönem Karı / özsermaye; yönetimin başarısının ölçümünde de kullanılan bu oran vergi yükü ve teşvikler sebebiyle farklılık gösterebilir.

Aktif, piyasa ve gelir bazlı yaklaşımlarla şirket değeri tespiti yapılmaktadır. Herbir yaklaşımda da farklı yöntemler kullanılabilir. Farklı kullanım amaçları için farklı yaklaşım ve yöntemler seçilebilir. Amaca en uygun yaklaşımın seçilmesine özen gösterilmelidir.

Tutar ve yüzde değişimi, fon akış tablosu düzenlemesi, dilim yüzdeleri ve eğilim yüzdeleri yöntemiyle ve ayrıca varlık ve kaynak ilişkileri, varlık ve gelir tablosu, kaynak ve gelir tablosu gibi rasyo yöntemiyle yapılan mali tablo tahlil yöntemlerinden yararlanılarak yapılacak değerlemeler vardır.⁴³

1.8. Değer Yaratımı ve Yönetimi

Değer Yaratımı ve Yönetimi: Kısa, orta ve uzun vadeli değer yaratımı hedefleri konur. Önemli değer yaratan unsurlara dayalı hem finansal hem de finansal olmayan hedefler birlikte ele alınmalıdır.⁴⁴ Firmanın borsa değerinde kısa dönemli artışlar, genel ekonomi yada sektördeki gelişmelerden kolayca etkilenebilir. Bu nedenle borsa değerindeki artışların uzun dönemli olmasının hedeflenmesi gerekir. Firmanın yatırımlardan sağlayacağı nakit akımlarının, bu yatırımların maliyetinden yüksek olması durumunda değer yaratımından söz edilebilir. Değer yaratılması için; varlıklardan sağlanan nakit girişlerin büyümesi, gelirlerde beklenen büyüme oranının yükseltilmesi, süresinin uzatılması, iskonto oranı olarak kullanılan sermaye maliyetinin düşürülmesi gerekir.⁴⁵ Mevcut durumdaki değer, öncelikle iç yapının geliştirilmesi ile yeniden yapılandırma ile ek değer yaratılacak, yeni iş alanlarına girilmesi gibi iş alanı geliştirilecek, stratejik hedeflenen değerler ile olası birleşmelerle fazladan ek değer

⁴³ Güvemli, Oktay , Chambers, Nurgül, İme, Mustafa, Yatırım Projelerinin düzenlenmesi değerlendirilmesi ve izlenmesi, Mōdav yayın no:2, 6. baskı, İstanbul 1997, s506-530

⁴⁴ Ercan, Metin Kamil, Öztürk, M. Başaran ve Demirgüneş, Kartal, *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara 2003, s.28

⁴⁵ Gökçen, Gürbüz, *Ekonomik Katma Değer (Eva)*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:24, Ekim 2004, s.106

yaratılarak hedef değere ulaşılacaktır. Değer yaratma ve ölçmenin esasları; gerçek piyasada yatırılan sermayenin getirisi ne kadar yüksek olursa o kadar çok değer yaratılmış olur. Beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini veya ekonomik karı maksimize edecek stratejiler seçilmelidir. Hisse senedi sahiplerinin getirileri, firmanın gerçek performansından önce beklentilerdeki değişimlere bağlıdır.

Değer yaratımını etkileyen unsurlar belirlenmeden firma değer yaratamaz. Finansal değer yaratan unsurlar, finansal tablolar üzerinde doğrudan etkili olurken, finansal olmayan unsurlar faaliyetler üzerinde etkilidirler.⁴⁶ Firmanın kısa dönemde olumlu sonuçlar elde etme uğruna uzun dönemli değer yaratımının ters yönde etkilenmesi önlenmeye çalışılır. Değer yaratımını; pazar büyümesi, yeni ürün ve pazar fırsatları, sektörden etkilenme derecesi ve karlılık bileşenleri gibi maddi unsurlar yanında teknoloji, knowhow, marka, yönetim etkinliği gibi maddi olmayan unsurlar etkiler. Yatırım maliyetlerini karşılayabilen ve büyümeyi sağlayan nakit akımları neticesinde değer yaratılır. Rekabetin firma değeri üzerindeki etkisi negatiftir. Rekabet politikası verimliliği artırmaya yardımcı olabilir, fiyat değişimlerini azaltabilir, küçük yatırım kararlarının riskini düşürebilir, alınan kararların sorumluluğunun ve şeffaflığının gelişmesine katkıda bulunabilir. Ancak rekabet daha çok firmaların iflasa gitme olasılığını artırır.⁴⁷

Değer yönetimi; hisse değerini maximize etme doğrultusunda işletme stratejileri ve yöntemlerini belirleyen, performansın izlenmesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını saptayan bir yönetim anlayışı ortaya koymuştur. Değer yaratmayı amaçlayan, özendiren, ölçen bir yönetim sistemi geleneksel yönetim davranış ve alışkanlıklarını değiştirip, yönetici ve çalışanları hissedar gibi düşünmeye ve hareket etmeye yönlendirir.⁴⁸ Performans ölçüm ve yönetim sistemi olarak ekonomik katma değer ortaya çıkmıştır. Değer yönetiminin üstün yönleri; ortak kavramları oluşturması, performansın değerlendirilmesinde güçlü bir araç olması, değer yaratan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisi sağlaması ve en uygun sermaye yapısını sağlaması olarak sıralanabilir. Zayıf yönleri ise; karmaşık olması, uygulamasının firma için maliyet oluşturması görülebilir.

⁴⁶ Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, a.g.e. s.337

⁴⁷ Beiner, Stefan, Schmid, Markus ve Wanzeried, Gabrielle, *Product Market Competition*, Managerial Incentives And Firm Valuation, January 2005

⁴⁸ Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, a.g.e., s.23

2. TEORİDE FİRMA DEĞER TESPİTİ

2.1. Şirket Değer Tespiti Konusundaki İlkeler

Gayrimenkul değerlemesinde *arz talep, rekabet, ikame, beklenti* gibi ilkelerin etkisi ile mülklerin fayda ve üretkenlikleri, dolayısı ile değerleri değişir.

Değerleme yaklaşımları, pekçok emsal mal, eşya ve hizmetin bulunduğu ortamda, fiyatı en düşük olanın en çok talep toplayıp ve en fazla yaygınlaşacağını savunan *ikame ilkesine* dayanır.

Herhangi bir kısıtlama olmaksızın Pazar, fiyat mekanizması aracılığıyla alıcılar ve satıcıların alım satım yaptığı ortamdır. *Arz ve talep ilkesi*; fiyatın malın arzı ile ters orantılı ve malın talebiyle doğru orantılı olarak değiştiğini belirtmektedir. Arz; satışa ve kiralamaya çıkartılan mülkiyet haklarının miktarıdır. Talep ise; belirli tipteki mülkiyet hakları için talepte bulunması olası alıcı ve kiracıların sayısından oluşmaktadır.

Kullanım değeri; belirli bir kullanıcının bakış açısını yansıtır. El değiştirme değeri ise varlığın mülkiyetinin kurumsal veya varsayımsal olarak el değiştirdiği bir pazarda kabul edilen değeridir. Pazar değerinin finansal raporlama için UDSK tanımı kullanım değeri değil, *el değiştirme ilkesini* esas alır. Kullanım ve el değiştirme değeri ifadelerine dikkat edilmelidir. Mülkler Pazar değerini yansıtmayan fiyatlardan el değiştirebilirler. Kullanım, yatırım, faal işletme değeri gibi.

Mali tablolar *işletmenin sürekliliği ilkesi* esas alınarak hazırlanır. *İşletmenin sürekliliğiyle* ise şirketlerin görülebilir gelecekte faal işletme olmaya devam edeceği, tasfiye niyetlerinin olmadığı kastedilmektedir.

2.2. Değerleme ve Fiyatlama

Değerleme ve fiyatlama kavramları çok karıştırılmaktadır. Bu nedenle önce değer ve değerlendirme daha sonra da fiyat ve fiyatlama kavramları açıklanacaktır. *Değer*; herhangi bir nesnenin sağladığı yarar, fayda anlamındadır. İktisatta bir malın mübadele değeri, sözkonusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimidir. Değer, malın *arzu edilebilirliği* ve *kıtlık derecesi* olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Değer konusunda tarih boyunca çeşitli görüşler ifade edilmiştir. Bu görüşleri üç başlık altında toplayabiliriz⁴⁹:

⁴⁹ Yazıcı, Kuddusi, *Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri*, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı; Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü. Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos 1997. ISBN 975-19-1809-X, Uzmanlık tezi – DPT, <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles.html>, Bölüm 1. s.2

1. *Genel Kullanım Teorisi*: Bu teoride malın değeri onun *kullanımına* bağlıdır. Ferninando Galiani ve Adam Smith bu görüşü destekleyen düşünürlerdir. Adam Smith değer kavramını ikiye ayırmıştır; *kullanma değeri* ve *mübadele değeri*. Örneğin, elmasın aksine suyun ise kullanım değeri yüksek ama mübadele değeri düşüktür.

2. *Emek Değer Teorisi*: Bu teoriye göre değer, *emek* cinsinden üretim maliyetine bağlıdır. Karl Marx ve Ricardo bu görüşü savunan iktisatçılardır. Merkantilist iktisatçılardan William Petty, servetlerin babası olarak emeği, anası olarak da toprağı tanımak gerektiğini söylemiştir. John Locke ise, suyun faydalı olmasına rağmen kıymetinin az olduğunu, bu nedenle faydanın değere esas olamayacağını söylemiştir. David Ricardo, üretim miktarının *ihtiyaca* ve *talebe* göre ayarlanabileceği mallarda, değerlerin temelini emeğin oluşturduğunu, emeğin malın tabii fiyatı olduğunu ve piyasa fiyatının ise, tabii fiyat etrafında dalgalandığını savunmuştur. Karl Marx ise, değerlerin bir malı üretmek için harcanan emek olduğunu söylemiştir. Emek fiyatının aynı kalmasına rağmen piyasa fiyatının dalgalanmasını normal koşullardan sapma olarak yorumlayan Marx, işçinin emeği vasıtasıyla oluşturduğu değer ile aldığı ücret arasındaki farkın sermaye sahibine kaldığını ve sermayenin birikmiş emek olduğunu ifade etmektedir.

3. *Marjinal Fayda Teorisi*: Bu teoriye göre, *arz* ve *talepteki* küçük artışların marjinal faydası mübadele edilen malların değerini belirler. H. H. Gossen, W. S. Jevons ve Alfred Marshall bu görüşü paylaşmaktadırlar⁵⁰. Marshall *fayda* ile *maliyetin* birlikte değeri oluşturduğunu söylemektedir. Birinin ötekine üstünlüğü kesinlikle iddia edilemez. ” Değerin psikolojik değer yargısına dayanan bir eylem olduğunu ifade eden modern sosyal bilimciler de vardır. İnsanların ve toplumların psikolojileri, sosyo-kültürel yargıları, insanların tercihleri de değeri etkileyen faktörler olarak görülmüştür.

Bir varlığın “değer”inin tespit edilmesi ise *değerleme* faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle değerleme, bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir şeyin kıymetini belirlemek amacıyla, sözkonusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir⁵¹. Birşey, cazibesi, kalitesi, biçimi, hacmi, ağırlığı veya rengine göre değerlendirilebilir ve bu değer zaman içinde değişen bir özelliğe sahiptir. Değerin objektif ve subjektif iki yönü bulunmaktadır. Subjektif değer, kişilere ve arzulara göre belirlenen değerdir. Örneğin, yatırımcının piyasada tekel olmak için rakip firmaya normalin üzerinde değer biçmesi

⁵⁰ Seyidoğlu, Halil, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Yayınları, Ankara 1992.

⁵¹ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1.s.1

subjektif bir karardır. Objektif değer ise, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir⁵². Şirket değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerinin tespiti. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, sözkonusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir⁵³.

Değerleme için genel kabul görmüş formüllerin olmaması, subjektif değerlendirilmesine neden olabilmektedir. Firma değerinin zamana ve mekana göre değişmesinin yanında, değerlendirme amaçlarının ve firmaların özelliklerinin birbirinden farklı olması değerlemeyi karmaşıktırmakta ve zorlaştırmaktadır.

Şirket değerini etkileyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir: Firmanın faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu. Şirketin faaliyette bulunduğu sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı, sektöre giriş koşulları. Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri, pazarlanabilirliği, hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı. Firmanın büyüklüğü, makina ve gereçlerin niteliği. Araştırma geliştirme faaliyetleri, kullanılan teknoloji. Firmanın şerefîyesi, kuruluş yeri, geçmişi, sermaye yapısı, likidite durumu, kazançları, temettü politikası. Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı, yatırımların ekonomik ömrü, hurda değeri. Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı. Tekel haklarının gelecekteki durumu.

Sayılan faktörler firmanın karlılığını ve risk derecesini etkileyerek firmanın piyasa değerini belirlemektedir. Başarılı bir değerlendirme için maharet ve tecrübe ile teorinin iyi bir bileşiminin oluşturulması gerekmektedir. Şirketlerin boyutlarının çok büyük olması, emsallerinin olmaması, denetimden geçmiş düzeltilmiş mali tabloların olmaması, değer tespitinin yapılması ve değerlendirme sonuçlarının etkisi bakımından özellik arz eder. Değerlemeden sonraki aşamanın konusu olan *fiyat* ise, bir mal veya hizmetin para ile ifadesidir. Mal ve hizmetlerin bir birimi ile değiştirilebilen para, mal veya üretim faktörü miktarı olarak belirtilebilir. Modern piyasa ekonomilerinde ise, fiyatlar para ile ifade edilmektedir⁵⁴. Mal ve hizmetlerin fiyatı tam rekabetçi piyasalarda arz ve talebe göre belirlenirken, planlı ekonomilerde merkezi bir idare tarafından belirlenmektedir.

⁵² Cesur, Ahmet Mithat, *Özelleştirme ve Firma Değerlemesi*, Ankara, Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü., Ekim 1993., s.56

⁵³ Bradford, Cornell, *Corporate Valuation*, New York 1993.

⁵⁴ Seyidoğlu, Halil, a.g.e.

Fiyatlama, belirli bir zamanda mal ve hizmetlerin piyasadaki değerinin para ile ifade edilmesi yani tahminidir. Tam rekabetçi bir piyasada fiyat ile değer örtüşecektir⁵⁵. Ancak, değer ile fiyatın örtüşmediği durumlar da bulunmaktadır.

Fiyatın değerden farklı olması şu nedenlerden kaynaklanmaktadır⁵⁶: Eksik bilgi ve ekonomideki belirsizlik. Alıcı sayısının az olması. Tarafların mantıki hareket etmemesi. Satışta pazarlığın olmaması. Şirketin ünü ve büyüklüğü. Çeşitli hükümet politikaları ve sınırlamaları. Alıcının piyasada tekel konumuna geçmek istemesi nedeniyle şirkete değerinden fazla bir fiyat biçmesi. Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar ve bu faktörlerin konjonktürel durumu.

Firma yanlış değerlendirildiği gibi, doğru değerlendirilmesine karşılık yanlış fiyatlanmış ya da yanlış zamanda ve yanlış yerde pazarlanmış olabilir. Değerleme teknik bir süreç iken, fiyatlama politik bir tercihtir⁵⁷.

Satış süreci; satışı düşünülen kuruluşun programa alınması kararını vermek için yapılan ön inceleme, hazırlık ve uygulama aşaması olarak üçe ayrılabilir. Değerleme satış öncesi hazırlık aşamasında, fiyatlama ise uygulama aşamasında yapılan bir işlemdir.

Satış Uygulama Süreci: İlk aşama; Kuruluşun Seçimi, Analizi, Amaçların, Sınırlamaların Belirlenmesi. İkinci aşama: satış Yönteminin Seçimi, Kuruluşu Hazırlama, Regülasyonlara Karar Verme, Başlangıçta Kuruluşun Değer Tespitinin Yapılması, Sermaye Yapısı Hakkında Karar. Üçüncü aşama; Satış Yöntemine Karar Verme, Yöneticilere Satış Fizibilitesi, Satış Büyüklüğüne Karar Verme, Sözleşme Taslağı, Uygun Yardımcıları Tanımlama⁵⁸.

2.3. Değerleme Yaklaşımları

Bazı kaynaklarda değerlendirme yöntemleri kullandıkları tarihsel ve bugünkü değer gibi veri tiplerine göre öncelikle ayrılmaktadır.⁵⁹

Değerleme yöntemleri çeşitli yaklaşımlar kullanılarak oluşturulmaktadır. Bu yaklaşımlar; maliyet, gelir indirgeme ve emsal karşılaştırma yaklaşımlarıdır. Firma değerlemesinde kullanılan yöntemler bu yaklaşımların biri veya birkaçının bileşiminden oluşmaktadır. Maliyet yaklaşımı aktif bazlı bir yaklaşımdır. Piyasa yaklaşımı da emsal

⁵⁵ Cesur, a.g.e., s.58

⁵⁶ Stanley, Curtis H. , *Cost-Basis Valuations In Transactions Between Entities*, The Accounting Review, July, 1964., s.639

⁵⁷ Atasagun, H. Fehmi, *Kit'lerin Özelleştirilmesinde Değerleme Fiyatlama İlişkisinin Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, A. Ü. Sbf, Ankara 1992., s.15

⁵⁸ United Nations, *Accounting, Valuation And Privatization*, New York, 1993, s. 13

⁵⁹ Sarıkamış, Cevat, *Şirket Birleşmeleri*, Avcıol basım yayın, İstanbul 2003, s.128

karşılaştırma yaklaşımı olarak anılmaktadır. Birbirini tamamlayan bu yaklaşımlar aşağıda kısaca açıklanmaktadır⁶⁰:

2.3.1. Maliyet Yaklaşımı

Bir varlığın değeri; mal veya hizmet üretme kapasitesinin yenileme değeri ya da yeniden yapma değerinin belirlenmesinden sonra varlığın fiziki, ekonomik ve fonksiyonel olarak kaybettiği değeri ölçmektedir. Geçmişte elde ettiği gelirleri gelecekte elde edeceğinin garantisi bulunmamaktadır. Firmanın varlıklarının maliyet değeri veya piyasa değeri önemlidir. Maliyet yaklaşımı yüksek uzmanlık gerektiren konularda elverişli bir yöntemdir. Örneğin, çelik fabrikası, kömür madeni için kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmektedir⁶¹. Aktif bazlı yaklaşım, şerefiye gibi manevi aktifler hariç olmak üzere maddi ve maddi olmayan aktifleri içerir.

2.3.2. Gelir İndirgeme Yaklaşımı

Varlığın gelir üretme kapasitesi dikkate almaktadır. Değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir. Bu yaklaşımın değer tespitinde dikkate alınması gereken üç bileşeni; gelirlerin *miktarı*, gelirlerin gerçekleşme *süresi* ve tahmin edilen gelirin *gerçekleşme ihtimalidir*. Gelir yaklaşımı, sözleşmeler, lisans ve marka anlaşmaları, patent, ticari marka ve telif hakları ile imtiyazların değerlemesinde kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmektedir.

Gelir yaklaşımı işletmelerin gelir üretme özelliklerini dikkate alarak bugünkü değere indirgemektedir. Bu yaklaşımda en sık kullanılan yöntem; fazla – artuk kazanç ve kazançların kapitalizasyonudur. Birden fazla yöntem kullanmanın zorlukları ise gelir veya nakit akımlarıyla ilgili bilgi eksikliği, rapor hazırlanması için gerekli zaman sınırlamaları yanında maliyet açısından sınırlamalarla karşılaşılmasıdır. Kazançların belirli bir faiz oranı ile kapitalize edilmesi sık kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemin avantajları; açık ve basit bir yöntemdir, tek dönem için uygulanabilir, enflasyon direk dikkate alınmamakta, risksiz kapitalize oranlarıyla yansıtılmaktadır. Gelecek dönemlerdeki kazanç tahminlerine ihtiyaç duyulması sebebiyle alıcı ve satıcılara daha anlamlı gelmektedir. Gelirin (kazancın), sürenin, (kapitalize) indirgeme oranının tahmini gerekmektedir ve zordur. Kullanılan değerler tutarlı olmalıdır, kazançlar, vergi öncesi oranlar olarak alındı ise diğer değerler de vergi öncesi olmalıdır.

⁶⁰ Atasağun, a.g.e., s.28

⁶¹ Cesur, a.g.e., s.65

Gelecek yıl karlarının bugünkü değeri yönteminde şirket değeri gelecek yıl karların bugünkü değerleri toplamıdır.⁶² Eğer şirketin belli sene sonunda ömrü sona erecekse, o zaman tasfiye değerinin de dikkate alınması gerekir. Eğer şirkete arada özkaynak yatırımı yapılıyor ise bunların sağladığı net gelirin ve şirketin ömrünün son bulma tarihindeki tasfiye değerinin, bugünkü değeri belirli bir iskonto oranı kullanılarak bulunur. Gelecekteki karları tahmin etmek çok zordur. Uygulamada eski yıllardaki satış ve kar rakamlarından hareket edilir. Gelirlerin büyümesinde mutlak büyümeyi değil, orantılı büyümeyi göz önüne almak daha doğrudur.⁶³ İskonto oranı ise reel verim oranı ve risk payı toplamından oluşmaktadır. Yatırımcı yatırımdan beklediği verimi, kapitalizasyon (iskonto) oranı ile kullanmakta ve bu oran aracılığı ile hisse senedinin gerçek fiyatına ulaşmaya çalışmaktadır.⁶⁴

2.3.3. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Piyasadaki yatırımcıların varlık için biçtikleri değer varlığın değerini oluşturur. Bunun için de, işleyen bir piyasanın ve varlıkların mübadelesinin yapılması gereklidir. Değerlemeye tabi tutulacak varlığın benzerlerinin piyasa fiyatı sözkonusu ise, piyasa yaklaşımı iyi bir gösterge teşkil edecektir. Bu yaklaşım, gayrimenkullerin, genel amaçlı kullanılan makina-teçhizatın, bilgisayar donanımları ve taşıtların değerlemesinde uygun bir yaklaşım olarak görülmektedir.

Piyasa kıyaslama yaklaşımında; önceden satılmış fiyatı bilinen benzer yatırımlarla karşılaştırılarak belirlenir. Benzer şirketler bulunmalı, benzeyen ve farklı özellikleri yanında farklı özellikler ile ilgili gerekli düzeltmeler tanımlanmalıdır. Yöntemin aşamaları benzer şirketin seçilmesi ve satışlar gibi gerekli bilgilerinin toplanması, karşılaştırılacak bilgilerin analiz edilmesi ve son olarak değer hesaplanmasıdır. Karşılaştırılabilir varlıkların benzer özelliklerde olmaları, benzer riskleri taşımaları gerekir. Bu yöntemin avantajları; halka açık karşılaştırılabilir şirketlerin verilerine kolaylıkla ulaşılabilir. Tam olarak benzer şirketlere erişmek ve ülkede sermaye piyasaları gelişmemişse uygun şirket verilerine erişmek zor olabilir. Karşılaştırmada üretim ve servis benzerliği, gelir, nakit akışı ve risk açısından benzerlik, büyüklük, sermaye yapısı, pazar, coğrafi yapısı, kazanç seyri ve süresi, kar payı ödeme kapasitesi gibi kriterler kullanılabilir. Kazanç, gelir, nakit akışı, kar payı, defter değeri ana karşılaştırma faktörleridir. Kullanılabilecek rasyolar ise; fiyat/kazanç, fiyat/nakit akışı,

⁶² Sağmanlı, a.g.e., s.51

⁶³ Yürüdü, a.g.e., s.35

⁶⁴ Sarıkamış, a.g.e., s.245

fiyat/temettü, temettü/fiyat, fiyat/defter değeri sayılabilir. Bu yaklaşımı temel alan yöntemler; fiyat kazanç oranı, piyasa/defter değeri ve temettü verim yöntemleridir. Fiyat kazanç yöntemi basitliği sebebiyle çok kullanılan bir yöntemdir. Piyasa / Defter değeri oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde, piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespiti amacıyla kullanılır.⁶⁵ Bu yöntemin dezavantajı, değerlemeyi bilançoya bağlaması, şirket devamlılığını ve gelecek kazançlarını göz ardı etmesidir. Temettü verim yönteminde ise dağıtılan temettüden yapılacak gelir vergisi oranına göre belirlenir ve genellikle benzer firma oranlarına yakın olur. Bu yöntemin dezavantajı, temettü dağıtmayan veya borsada işlem görmeyen firmalarda kullanılamazlar.

2.3.4. Opsiyon Fiyatlama Yaklaşımları

Değerlemeye Yönelik *Opsiyon Fiyatlama Yaklaşımları*; DCF ve görece modellerin ihtiyacı yeterince karşılayamadığı üç durumda opsiyon fiyatlama modellerinin kullanımı sözkonusudur. Özsermaye şirket üzerine düzenlenmiş bir call opsiyonu olarak görülecek doğal kaynaklar opsiyon gibi analiz edilecek ve patent, mal üzerine düzenlenmiş bir opsiyon olarak değerlendirilebilecektir. Güç duruma düşmüş şirket, varlıklarını nakte çevirme opsiyonunu, doğal kaynak rezervlerinin ne kadarının hangi zaman diliminde çıkarılacağına karar verme özgürlüğünü ve patent haklarıyla ürün geliştirilmesini opsiyon olarak göreceklidir.

2.4. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Analizler

Şirket (menkul kıymet) değerlemesinde; teknik analiz, temel analiz ve modern yaklaşım olmak üzere üç kuramsal model kullanılmaktadır.⁶⁶

2.4.1. Teknik Analiz

Teknik analiz, sermaye piyasasındaki fiyatların kendi içinde *önceden izlenebilecek bir trende* sahip olduğunu varsayar. Hisse senetlerinin geçmişteki fiyat hareketlerini izleyen bir kimse, fiyatların gelecekte nasıl gelişeceğini tahmin edebilecektir.

⁶⁵ Karaşin, Gültekin, *Menkul Kıymet Programları*, Analist, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 1991, s.45

⁶⁶ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.4.1.

2.4.2. Temel Analiz

Cari durumdaki ve gelecekteki ekonomik şartlar dikkate alınarak yapılan değer tespitine dayanır. Bir firmanın hisse senetlerini *içinde bulunduğu genel ekonomi*, firmanın faaliyette bulunduğu sektör etkiler. Firmalar içinde bulundukları ekonominin dalgalanmalarından kendilerini soyutlayamayacaklarına göre, ekonomiden hangi yönde ve ne derecede etkileneceklerinin incelenmesi gerekmektedir. Temel analizi “Ekonomi-Endüstri-Ortaklık ve Firma Analizi” olarak ifade etmek de mümkündür.

2.4.2.1. Ekonominin Analizi

Bir firmanın başarısı içinde bulunduğu ekonomiye sıkı sıkıya bağlı bulunmaktadır. Ekonomideki gelişme ve daralma, işletmenin stok politikasını, fiyat politikasını, yatırımlarını, borç alacak yönetimini ve temettü politikalarını etkileyecektir. Ayrıca, bu etkileşimde ülkenin ekonomik konjonktürü yanında dünya ekonomik konjonktürü de etkilidir. Sektördeki gelişmeler, vergi oranlarındaki gelişmeler, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler analiz edilerek, ekonominin genişleme veya daralma dönemlerinden hangisine doğru gittiği saptanarak, bunların şirket faaliyetleri üzerinde yapacağı etkiler araştırılır.

2.4.2.2. Sektör Analizi

Analiz edilmek istenen şirketin hangi sektör içinde yer aldığı ve genel ekonomik durumdan hangi oranda etkilendiği sektör analizi ile belirlenir. Ekonomik konjonktürden etkilenmeyen ya da çok az etkilenen sektörler *savunmacı sektörler*, ekonomik konjonktürden paralel şekilde etkilenen sektörler de *dönemsel sektörler* olarak ifade edilmektedir. Özellikle teknolojik gelişme ve yeni buluşların yoğun olduğu sektörler ekonomik konjonktürden etkilenmeksizin büyümesini sürdüren sektörlerdir. Menkul kıymet seçimlerinde yatırımcılar büyüyen ve gelişen sektörleri seçmeye gayret göstermektedirler. Sektör analizinde şu faktörler gözönüne alınmalıdır: Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatı ve karlar. Sektör ürünlerine olan talep ve kullanılan teknolojinin sürekliliği. Sektör içindeki rekabet şartları ve piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derecede korunduğu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı. Emek yoğun ya da sermaye yoğun teknolojilerin kullanılma durumlarına göre sektörde vasıflı-vasıfsız işgücünün mevcudu ve potansiyeli. Sektörde teşvik edici ve koruyucu hükümet politikaları. Sektörde faaliyette bulunan kuruluşların hisse senetlerinin piyasa fiyatının, sektörün genel kazanç oranı ile karşılaştırılması. Satışların mevsimlik hareketlerden

etkilenmesi. Sektörün içinde bulunduğu dönem. Sektörde yerleşmiş gelenek ve görenekler. Coğrafi ve kültürel faktörler. Aynı sektörde bulunan, benzer özelliklere sahip kuruluşlar olaylardan benzer şekilde etkileneceklerdir. Bu nedenle, karşılaştırma yapılırken aynı sektördeki benzer firmalar karşılaştırılmalıdır. Piyasayı etkileyen faktörler, ekonomi, sosyal, hayat, politika, çevre, hukuk, teknolojidir.

2.4.2.3. Firma Analizi

Genel ekonomik durum ve endüstri incelendikten ve karşılıklı ilişkiler analiz edildikten sonra, şirket değerlemesinde şu hususlar gözönünde bulundurulmalıdır: Firma karının ve zararlarının incelenmesi, enflasyon ve muhasebe kayıtlarındaki yetersizlikler dikkate alınarak düzeltilmelidir. Firmanın finansman durumunun ve çalışma etkinliğinin incelenmesi, firmanın patent, imtiyaz gibi sınai haklara sahip olup olmadığı incelenmelidir. Kar dağıtım politikası incelenmelidir. Yönetim kadrosunun incelenmesinde idarecilerin mesleki kariyerleri, geçmişteki başarıları, risk alma ve firma yönetimini ellerinde tutma istekleri gibi hususlar araştırılmalıdır. Firmanın hukuki durumu, yasal hükümler ve borç vereceklerin davranışları incelenmelidir. Firma analizi yapılırken, firmaların hangi dönemde olduklarının dikkate alınması da önemlidir. İnsanın doğup, büyüyüp, yaşlanması gibi şirketlerin de başlangıç, büyüme, olgunluk ve düşüş dönemleri vardır. Bu dönemlerde çeşitli faktörler etkindir. Başlangıç döneminde; iş riski, büyüme potansiyeli, fiyat kazanç oranı, ekonomik konjunktürden etkilenme, hisse fiyatı artış hızı çok yüksektir. Teknoloji önemlidir. Olgunluk döneminde ise temettü ödeme politikası, cari karlılık, sektöre giriş zorluğu ve rekabetçi yerleşmiş üretici sayısı yüksektir⁶⁷.

2.4.3. Modern Yaklaşım

Random Walks ya da Etkin Pazar Kuramı olarak da adlandırılan modern yaklaşımda, büyük ve etkin hisse senedi piyasalarının olduğu varsayılmaktadır. Modern yaklaşımda, firma değerinin piyasa ve ekonomideki değişiklikler incelenerek saptanmasının uygun olmayacağı düşünülmektedir. Ayrıca, temel menkul kıymet analizindeki çalışmalara da gerek olmadığı ileri sürülmektedir. Menkul kıymet fiyatlarının hafızasının olmadığı, bu nedenle geçmişin gelecekle ilişkisinin kurulamayacağı, fiyat değişimlerinin belli bir formatının olmadığı ifade edilmektedir. Piyasada aktif olarak yer alan kişilerin, hisse senedinin gerçek değerinin ne olması

⁶⁷ Guatri, Luigi, *The Valuation Of Firms*, Blackwell Publishers, 1994, s. 158-160.

gerektiği hususunda görüş birliğine varmaları çok güçtür. Yine de etkin piyasa kuramının bir gereği olarak, piyasalarda birçok yatırımcının aktif bir şekilde gerçek değeri saptamaya çalışması sonucu, piyasa değeri tesadüfi olarak gerçek değerın yakınında oluşacaktır.⁶⁸

2.5. Sermaye Yapısı ve Firma Değeri

Her firma, piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini minimum yapacak olan optimal sermaye yapısını bulmaya çalışır⁶⁹. Firma ihtiyaç duyduğu *fonları* ise iki *kaynaktan* temin etmektedir: (i) Yabancı kaynak (borçlanma) ve (ii) Özsermaye. İki kaynak arasında belirli farklar vardır. Bunlar: Süre; borçlanmada belirli bir süre sonra borcun geri ödenmesi söz konusu iken, özsermayenin geri ödenmesi söz konusu değildir. Firma geliri üzerinde talep hakkı; borç verenlerin firma gelirleri üzerinde firma sahiplerine kıyasla öncelik hakları vardır. Firmanın tasfiyesi durumunda, öncelikle borç sahipleri alacaklarını tahsil ederler, daha sonra firma sahipleri kalan bakiyeyi paylaşırlar. Yönetime katılma hakkı; firmaya borç verenlerin firma yönetiminde söz hakları bulunmazken, ilke olarak firmaya özsermaye sağlayanlar yönetimde söz sahibidirler. Firmanın *sermaye yapısının*, yani borç/özsermaye oranının değiştirilmesinin (*finansal kaldıraç faktörü*) sermaye maliyeti ve firmanın değeri üzerinde etkisinin ne olacağını cevaplamaya yönelik olarak geliştirilen *yaklaşımlar* şunlardır: Net gelir yaklaşımı, Net faaliyet geliri yaklaşımı, Geleneksel yaklaşım, Modigliani - Miller yaklaşımı.⁷⁰

2.5.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre firma, sermaye maliyetini değiştirmek suretiyle kaldıraç faktöründen maksimum yararlanarak değerini artırabilecektir. Firmanın kapitalizasyon oranı net faaliyet karının firma değerine oranıdır.

$$FD = \frac{F}{k_b} + \frac{E}{k_e}$$

FD: Firma Değeri

F: Faizler

kb: Borç verenlerin kapitalizasyon oranı

E: Firmanın net geliri

ke: Firma ortaklarının kapitalizasyon oranı

⁶⁸ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.4.3.

⁶⁹ Akgüç, a.g.e., s.47

⁷⁰ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.5.

Net gelir yaklaşımında iki varsayım sözkonusudur: (i) özsermaye maliyetinin borç maliyetinden yüksek olduğu ve (ii) özsermaye ve yabancı kaynak kapitalizasyon oranının sabit kaldığı. $k_e > k_b$ olduğu varsayıldığından, firma borç kullanımını artırarak ortalama sermaye maliyetini azaltıp firma değerini artırabilecektir. Ancak, firmanın faiz ödemeleri arttıkça likitide riski de artacaktır. Bu nedenle, sürekli borçlanma yoluyla firma değerinin yükseltileceği tartışmalı bir konudur.

2.5.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, kapitalizasyon oranının tüm sermaye yapıları için sabit olduğu, dolayısıyla da firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Firma değeri Net faaliyet karının kapitalizasyon oranına bölümüyle bulunur.

Firma, ortalama sermaye maliyetinden ucuz yabancı kaynak temin ettiğinde, artan riski karşılamak için öz sermaye kapitalizasyon oranı yükselecektir. Sonuçta da, firma açısından yabancı kaynağın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşit olacaktır. Sermaye yapısını değiştirmekle, firmanın değerini artırmak mümkün olmamaktadır.

2.5.3. Geleneksel Yaklaşım

Borç faizlerinin gider yazılarak vergi tasarrufu sağlanması ve ortakların normal faiz oranının üzerinde kar beklemeleri nedeniyle, genelde özsermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetinden yüksektir.⁷¹ Bu durumda firma yabancı kaynak kullanımını yükselterek ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak bu düşüş belli bir noktaya kadardır. Firmanın borç kullanımının artması nedeniyle riski arttıkça, firma ortakları daha fazla kar payı isteyecekler; firmaya borç verenler de ek güvenceler isteyerek faiz oranını dolaylı veya dolaysız olarak yükselteceklerdir. Firmanın optimal sermaye maliyeti bir tanedir

2.5.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller (M-M) yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynıdır. Bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısı, firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemez. M-M yaklaşımında karın kullanım biçimi işletmenin değeri açısından önemli değildir. Önemli olan *işletmenin kazanma gücüdür*. Yatırım kararı firma değerini etkileyen en önemli etkidir. M-M yaklaşımının temel varsayımları şunlardır: Sermaye

⁷¹ Akgüç, a.g.e., s.482-503

piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur. Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır. Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Bu yaklaşıma göre: (i) firmanın piyasa değeri, nakit girişlerinin, riski de dikkate alan bir iskonto oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir, (ii) ucuz yabancı kaynak maliyeti öz sermaye maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır, (iii) yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır.

M-M yaklaşımında firma değeri net faaliyet karının özsermaye kapitalizasyon oranına bölümüdür.

M-M yaklaşımına göre, piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon oranını artırması sonucu ortadan kalkacak ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Diğer taraftan, aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet karları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkanı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj imkanı, karlılığı nispi olarak düşük olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, karlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin karlılığı eşit duruma gelecektir. Bu görüşe yönelik eleştiriler ise şunlardır: Firmaların iflas etme tehlikesi, firmanın değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapacaktır. Borçlanmanın kritik bir noktaya ulaşmasından sonra bu etki artacaktır. Firmanın piyasadaki diğer firmalara göre çeşitli nedenlerle daha ucuza borçlanabilmesi, finansal kaldıraç faktöründen fazla yararlanmasına neden olabilecektir. Finansal kaldıraç faktöründen daha çok yararlanan bir firmanın değeri de yüksek olabilecektir. Sermaye piyasalarında arbitraj olanakları çeşitli nedenlerle tam olmayabilir. Aynı zamanda hisse senetlerinin satın alınması ve satılmasının da bir maliyetinin olması arbitraj imkanlarını sınırlandırabilecektir. İşlem giderleri, kredi alma sınırlamaları gibi nedenlerle arbitraj sürecinin işlememesi ve aşırı borçlanma durumunda borç verenlerin de karlılık taleplerinin artması sebebiyle bu yöntem eleştiriler yapılmaktadır.⁷²

2.6. Şirket Değerlendirmesi

⁷² Berk, Niyazi, *Finansal Yönetim*, Tükmen Kitabevi, 3. baskı, s.301

Maliyet, gelir indirgeme ve emsal karşılaştırma yaklaşımlarının çeşitli bileşimlerinden oluşan değerlendirme yöntemlerinden, değerlemenin amacı ve kapsamına uygun ve güvenilir olanı firma değerlendirmesi için kullanılacaktır. Değerlendirmede mümkün olduğunca çok yöntem kullanılarak değerlendirme hatası en aza indirilmelidir. Firmanın karlılık düzeyi için ticari karlılık analizi yapılması gerekmektedir.

Ekonomik Değerleme (Şirket Değerleme Yöntemleri) incelendiğinde; ticari karlılık analizinde kullanılan şirket değerlendirme yöntemlerini üç ana gruba ayırabiliriz:

i) *İskonto edilmiş nakit akımına* dayalı değerlendirme yöntemi; firma değerinin firmanın gelecekteki nakit akımları ile sermayesinin alternatif maliyeti gözönünde bulundurularak hesaplanmasıdır.

ii) *Kazanca* dayalı değerlendirme yöntemi; şirketin bir işletme olarak faaliyetine devam etmesi, gelecek yıllarda pozitif nakit girdileri sağlaması dikkate alınarak değer tespitinin yapılmasıdır. Bu yaklaşımda kullanılan yöntemler; *fiyat/kazanç* oranı, *piyasa değeri/defter değeri* oranı, *temettü verimi* yöntemi ve benzer şirket değerlemeleridir.

iii) *Varlığa dayalı* değerlendirme yöntemi; faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri olmayan fakat varlık değeri olan şirketler için yapılan değer tespit yöntemidir. Burada kullanılan yöntemler; *net aktif* değeri ve *tasfiye* değeridir.

Üç yöntemden türetilmiş, ticari karlılığı ölçmede en çok kullanılan indirgenmiş nakit akımları yöntemi, temettü verimi yöntemi, fiyat/kazanç oranı yöntemi, net aktif değer yöntemi kullanılır.

2.6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi

Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. Bu yönteme göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. *Paranın zaman değerinin olması* nedeniyle, yıllar itibarıyla nakit akımları bugünkü değere indirgenecektir. Belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki fark nakit akımlarını vermektedir. 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu gerekçesinde ise İNA yöntemi: “İlerdeki yıllarda şirket faaliyetleri sonucu ortaya çıkacak nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeridir” şeklinde tanımlanmıştır.⁷³

İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Buna göre,

⁷³ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.6.1.1.

$$\dot{I}NA = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

$\dot{I}NA$ Formüldeki;

A_t : t'inci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir),

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir (yatırımdan beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir).

Çeşitli varsayımlara göre $\dot{I}NA$ 'nın hesaplanma biçimleri şöyledir:

1- Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında; $\dot{I}NA = A_0$ (: Başlangıç nakit akımı) / i(: İskonto oranı) - g (: Nakit akımları büyüme oranı) olacaktır.

2- Nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktarıldığında; $\dot{I}NA = A_0$ (: Başlangıç nakit akımı) * (1 - g (: Nakit akımları büyüme oranı) / r (: Yeni yatırımların getiri oranı)) / (i(: İskonto oranı) - g (: Nakit akımları büyüme oranı)) olacaktır.

3- Enflasyonist ortamlarda $\dot{I}NA$ yönteminde nakit akımları, nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenecek, amortismanların da enflasyondan etkilendiği, faizlerin ise önceden belirlendiği için enflasyondan etkilenmediği varsayımı yapılmıştır.

4- Risk faktörü dikkate alındığında, net para girişleri ile net nakit çıkışlarında risk faktörü dikkate alınarak düzeltme yapılabilir, iskonto oranı için riski içeren bir oran tespit edilebilir.

$$\sum_{t=0}^n \frac{\alpha A^t}{(1+i_r)^t}$$

$\dot{I}NA = \text{net para girişinin düzeltme katsayısı} * \text{Nakit} / (1 + \text{if} (: \text{Risk hariç iskonto oranı}))$

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi hesaplanırken şu aşamalar izlenecektir:

- Varlıkların ve yükümlülüklerin ayrımı yapılır, unsurlar tanımlanır (gelirler, yatırımlar, amortismanlar, vergiler, işletme sermayesi, diğer varlıklardaki artışlar/azalışlar)
- Geçmiş yıllar nakit akımları incelenir,
- Nakit akımlarını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır,
- Genel varsayımlar ve çeşitli senaryoların (iyimser, kötümser ve normal) varsayımları belirlenir,
- Nakit akımları tahmin edilir,

- İskonto oranı tahmin edilir,
- Artık değer (residual value) bulunur,
- İndirgenmiş nakit akımları ile kullanılmayan fazla arsa/arazi ve stokların değeri toplanır, bu toplamdan borçların bugünkü değeri çıkarılarak firma değerine ulaşılır,
- Sonuçlar analiz edilir.

Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde firmanın değerini belirleyen değişkenler üç ana başlık altında toplanabilir; 1- Nakit akımları, 2- Nakit akımları tahmin süresi, 3- İskonto oranı.

2.6.1.1. Nakit Akımları

Nakit akımlarının tahmin edilmesi İNA yönteminin en önemli bölümünü oluşturur. İNA yönteminde önce nakit akımları tahmin edilir.

Net nakit akımı (At) ise şu formül ile gösterilebilir:

$$At = (G - I - \dot{C} - F - De)(1 - v) + De$$

G: Hurda değer son yıla gelir kaydedilmek üzere gelirler,

I: Yatırım tutarı,

$\dot{C}$: Amortisman ve faiz hariç işletme giderleri,

F: Faiz,

De: Amortismanlar,

v: Kurumlar vergisi oranı.

2.6.1.2. Nakit Akımları Tahmin Süresi

Nakit akımları tahmin süresinin (n) seçiminde, önce, gelecek kaç yılın nakit akımlarının tahmin edileceğine karar verilmelidir. Bu süre, sektörün özellikleri dikkate alınarak 5 yıldan az olmamalıdır. Ama sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi bütün devrevi dönemi kapsamalıdır. Bu sürenin tespitinde; birinci faktör, firmanın dengeye ulaştığı olgunlaşma yılının tespit edilmesi, ikinci faktör ise, bu sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak kadar uzun olmasıdır.

2.6.1.3. İskonto Oranı

İskonto oranı; proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari karlılık oranıdır. Bu yöntemde, kullanılan iskonto oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İskonto oranı, Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM) yöntemi veya Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model-APM) kullanılarak tespit edilebilir. Bu

yöntemlerin kullanılmasında bazı kısıtlamalar olduğundan, iskonto oranının tespiti; ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların firmadan bekledikleri en düşük kar oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmalıdır. İskonto oranı, kullanılan bütün kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetinden oluşur.⁷⁴

$$\text{Ortalama sermaye maliyeti, } i = i_d * (1-v) * W_d + i_p * W_p + i_s * W_s$$

i_d : Borçlanma maliyeti oranı (borç faiz oranı),

v : Vergi oranı,

W_d : Borçlanmanın sermaye içindeki oranı,

i_p : İmtiyazlı hisse senedi maliyeti oranı,

W_p : İmtiyazlı hisse senedinin sermaye içindeki oranı,

i_s : Adi hisse senedi maliyeti,

W_s : Adi hisse senedinin sermaye içindeki oranı.

Reel iskonto oranı, $i = (1+i_n)/(1+p) - 1$

i_n : Nominal iskonto oranı,

p : Ortalama fiyat artış oranı.

Nominal iskonto oranı ise, $i_n = i + p + i_p$ şeklinde hesaplanacaktır. İskonto oranındaki değişikliklere karşı çok duyarlıdır.⁷⁵

2.6.1.4. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş nakit akımları (DCF-Discounted cash flow) ile değerlendirme: varlığın değeri varlığın yarattığı nakit akımlarına, nakit akımlarının zamanlamasına, ve nakit akımlarıyla ilişkilendirilebilecek risk derecesine bağlıdır. Nakit akımları; hisse senetleri için kar payları, tahvil için faiz kuponları, projeler için vergi sonrası nakit akımları kabul edilebilir.

Özsermaye şirket değerlendirme ilişkisi: gelecekteki nakit akımları ve kar payları ile şirket tarafından kontrol edilen varlık ve yükümlülükler dikkate alınır. Özsermaye değerini bulmak için özsermaye nakit akımları, özsermaye maliyeti ile indirgenmelidir. Şirket değerini bulmak için şirket nakit akımları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmelidir. DCF modellerinde indirgenmiş nakit akımları, nakit akımlarının beklenen büyüme oranı ve bugüne indirgerken kullanılan indirgeme oranının tahmin

⁷⁴ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.6.1.2.

⁷⁵ Bolak, Mehmet, Finans Mühendisliği Kavramlar ve Araçlar, Beta basım yayım, ekim 1998,s.15

edilmesi gerekmektedir. Kar payları yada özsermaye nakit akımları veya şirket nakit akımları dikkate alınabilir. Şirketin, ömrünün sonsuz olduğu varsayıldığından, sektör veya ülke ortalama büyüme hızından kaç yıl boyunca ve ne oranda daha fazla büyüyeceğini tahmin etmek gerekir. Enflasyon ve döviz kurları ile nominal veya reel değerlendirme dikkate alınmalıdır.

Özsermaye değerlendirme modelleri özsermayeye özgü nakit akımlarını, özsermaye yatırımcılarının istedikleri özsermaye maliyeti denilen getiri oranıyla bugüne indirgemek suretiyle özsermaye değerini tahmin etmeye çalışırlar.

2.6.1.5. Firma Değeri ve Özsermaye Değeri Kavramları

Kaynaklar arası seçimde uygunluk, risk, finansal kaldıraçtan yararlanma, maliyet, esneklik, zamanlama gibi ilkelerin gözönünde tutulması gerekir. Kaynak seçimini, genel ekonomik durum yanında endüstri ve firmanın özellikleri, yasal yükümlülükler, borç verecek olanlar etkiler.⁷⁶

Firma Değeri; firmanın sahip olduğu varlıklar, organizasyon yapısı, kullandığı teknoloji ve insan kaynakları ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilir.⁷⁷ Paranın zaman değeri nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenerek hesaplanır. Firma tasfiye edildiği takdirde, firma değeri; firmanın net finansal borcu ile hisse senedi değerinin toplamına eşittir.⁷⁸ Firma değeri; firmanın kredi sahipleri ve hissedarları için toplam değeri ifade eder. Özsermaye değeri ise firma değerinden kredi ve finansal borçların çıkarılması ve finansal aktiflerin eklenmesi ile bulunur. Özsermaye değeri, firmanın hissedarları için değeridir. Firma Değeri, firmanın gelecekte beklediği nakit akımlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenmesiyle elde edilmektedir. Özsermayenin değeri, özsermayeden kaynaklanan nakit akımlarının yine özsermaye maliyetiyle indirgenmesi yoluyla hesaplanmaktadır.⁷⁹ Beklenen nakit akımı firmaya olan serbest nakit akımıdır. Ortaklar ve firmaya borç verenlerden sağlanan fonların toplamıdır. Özsermayeden beklenen nakit akımı, firma ortaklarının aldıkları pay olarak tanımlanabilir. Firma değerlemesi; kaldıracı çok yüksek veya çok düşük olan ve zaman içinde değişimi beklenen firmalarda kullanılır. Özsermaye değerlemesi ise; sabit kaldıracı olan firmalarda ve hisse senetleri değerlendirilmiş firmalarda

⁷⁶ Akgüç, a.g.e., s.501-513

⁷⁷ Chambers, a.g.e., s.12

⁷⁸ Şenel, Kerem, *Firma ve Hisse Senedi Değerlemesi*, Tspakb, Eğitim Notları, s.5

⁷⁹ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.104

kullanılır.⁸⁰ Değerleme çalışması sonucunda tek ve kesin bir değer değil, değişik değerleme teknikleri sonucunda hesaplanmış bir değer aralığı belirlemek daha doğru olacaktır.

Özsermaye ile finansman kararlarını etkileyen faktörleri; firmanın satış ve karlarının istikrarı, geleceğe ait tahminler, alternatif finansman kaynaklarının elverişsizliği, firmanın cari mali yapısı, likidite durumu, kaynak maliyeti, kaldıraç etkisi, kısa sürede hızlı büyüme amacı, teşvik tedbirlerinden yararlanma ve kredi sözleşmelerindeki koşullar sayılabilir.⁸¹

2.6.1.6. Özkaynağa Özgü Serbest Nakit Akımları Modeli

Özkaynağa özgü serbest nakit akımları modelinde (FCFE – Free Cash Flow to Equity) şirketlerin uygulamada tüm karlarını kar payı olarak vermek yerine özsermayeye ekledikleri gerçeğinden yola çıkılmaktadır. $FCFE = \text{Net kar} + \text{Amortisman} - \text{Duran varlıklar için yapılan harcamalar} - \text{işletme sermayesindeki değişim} - \text{borç anapara ödemeleri} + \text{yeni borçlanmalar}$ olarak tanımlanabilir. FCFE modelinde büyüme olağandışı ve istikrarlı olmak üzere iki evreden oluşmaktadır. Şirketlerin farklı büyüme evreleri ve bu evrelerde farklı net duran varlık yatırım harcamaları vardır. DDM (İndirgenmiş Kar Payı Modeli – Discounted Dividend Modeli) beklenen kar payını kullanırken, FCFE özsermayeye yönelik serbest nakit akımını kullanmaktadır. Şirket yönetiminin değişmesi olasılığı yüksek ise FCFE DDM'ye göre daha uygun sonuç verecektir, zira şirket birleşmelerindeki kontrol primi, DDM modelindeki kar payı politikasını kontrol etmenin değeridir. Çok az kar eden veya zarar eden firmalarda bu modeller yanlış sonuçlar verecektir. Bir seferlik bir maliyet sebebiyle karı düşmüşse gerekli düzeltme yapılmalıdır. Finansal açıdan bir umut yoksa tasfiye değeri veya opsiyon fiyatlama modeli kullanılmalıdır.

Halka açık olmayan aile şirketlerinden sağlanabilecek bilgiler yüzeyseldir, ortaklar ve şirket giderleri genellikle vergi yükümlülüğünü azaltmak amacıyla karışmıştır, yönetim ücretleri ve kar payları da karışıktır. Gerek geçmiş mali tablo bilgilerinin güvenilirliği, gerekse indirgeme oranlarına temel teşkil eden risk belirleme konusunda belirsizlik çok fazladır. İndirgeme oranlarında benzer iş kolundaki benzer şirket bilgilerini kullanmak veya muhasebe betası denilen getiri yerine kardan yola çıkarak indirgeme oranlarını tahmin etmek mümkündür. Halka açık şirketlerin temel finansal verileri de

⁸⁰ Damodaran, Aswath, *Beyond Inputs: Choosing And Using The Right Model Discounted Cashflow Valuation*, s.140 ([Http://Pages.Stern.Nyu.Edu/~Adamodar/Pdfiles/Model.Pdf](http://Pages.Stern.Nyu.Edu/~Adamodar/Pdfiles/Model.Pdf))

⁸¹ Akgüç, a.g.e. s.56

kullanılabilir. Nakit akımları tahmininde yönetim ücretleri, vergi kanunlarının etkileri dikkate alınmalıdır.

2.6.1.7. Şirkete Özgü Serbest Nakit Akımları Modeli

Şirkete özgü serbest nakit akımları modelinde (FCFF – Free Cash Flow to Firm) FCFE’den farklı olarak faiz ödemeleri gibi borçla ve imtiyazlı hisse senedi kar payı gibi diğer özsermaye dışı taleplerle ilgili nakit akımlarından kaynaklanmaktadır. FCFF21Faiz ve vergiden önceki kar (EBIT) * (1 – vergi oranı) + amortisman – Duran varlık yatırım harcamaları – işletme sermayesindeki değişim olarak tanımlanır. Beklenen büyüme, yeniden yatırım ve proje kalitesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Olağandışı ve istikrarlı büyüme evrelerini varsaymaktadır. FCFF’de net kardaki büyümeden çok faaliyet karındaki büyüme, indirgeme oranı olarak özsermaye maliyeti yerine sermaye maliyeti ve sonuçta da özsermayenin değil şirketin değeri ortaya çıkmaktadır. FCFF modelinde FCFE’den farklı olarak borçla ilgili faiz oranları da dikkate alınmaktadır. Şirketin opsiyon veya hisse senedine çevrilebilir tahvil benzeri yatırım araçları da dikkate alınmaktadır. Cari hesap dengesinden elde edilen faiz geliri hesaplamalara iki kere dahil edilmemelidir. Patent ve telif hakları gibi ürünler ürün opsiyonlarının alım satımında piyasa fiyatlarıyla değerlendirilebilir, ek değeri yansıtabilmek için daha yüksek bir büyüme oranı kullanılabilir, nakit akımı profili raslantısal şartlara bağlı yansıtılır. FCFF, FCFE’ye faiz gideleri, anapara geri ödemeleri imtiyazlı hisse senedi kar payları eklenmesi ve yeni borçların çıkarılması ile hesaplanabilecektir.⁸²

2.6.1.8. Bugünkü Değer Yöntemi

Gelecek yıllar nakit akışlarının bugünkü değer yöntemine göre şirket değeri, yatırımcının gelecekteki nakit akışı için ödemeye hazır olduğu miktardır. Şirketin gelecekteki nakit akışlarını, net cari değere çevirmek için, iskonto oranı olarak sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti kullanılır.⁸³ Varlığını sürdüren işletme değeri, işletmenin gerçek faaliyeti için gerekli olmayan varlıkların piyasa değeri eklenerek düzeltilen devamlı nakit akışı şeklinde bulunur. İskonto oranı; bir parayı gelecekte almanın aynı miktarda parayı şimdi almaktan daha riskli olduğu gerçeğine dayanır. Bir yatırım ne kadar riskliyse, iskonto oranı kadar yüksek olur. Borçların vergiden sonraki maliyeti, vergiden önceki maliyetinden daha düşüktür. Sermayenin ağırlıklı ortalama

⁸² Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, a.g.e., s.49-54

⁸³ Copeland, Koller ve Murrin, a.g.e., s.298

maliyeti; borç ve özsermaye maliyetlerinin oranlararak hesaplanması ile bulunur. Özsermaye maliyeti hesaplanırken Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), yıllık ortalama risksiz reel getiri oranı ve ilgili hisse senedine özgü risk primi ve ülke risk primi toplanarak dikkate alınır. Ülke risk primi olarak; en yakın zamandaki yapılan dış borçlanma faizi dikkate alınmalıdır. Borç maliyeti hesabında

$k_{d_{reel}}$: Reel getiri oranı

$k_{d_{nominal}}$: Nominal getiri oranıdır.

$$K_{d_{reel}} = \frac{(1 + K_{d_{nominal}})}{(1 + \text{enflasyon})} - 1$$

2.6.1.9. Net Bugünkü Değer

Net bugünkü değer hesabında, muhasebe karı değil, nakit akışları daha anlamlı sonuç vermektedir. Büyük bir yatırıma para yatırmak ve yapılan bir satışı geç tahsil etme örneklerinde açıkça görüldüğü gibi muhasebe karı ile nakit akışı farklıdır. Nakit akımını hesaplamak için, amortismanı vergiden sonra toplam net gelire ekleyerek bulabiliriz. Bu hesaplamalarda ihtiyaç duyulan temel faktörlerden gelecekteki nakit girişlerinde kastedilen işletme faaliyetlerinden kaynaklanan *nakit girişleridir*. Diğer bir faktör de *nakit girişlerinin süresidir*. Birbirinden farklılık gösteren yılların projeksiyonu olarak genellikle beş yıl ve etkisi az olan ileriki yıllar için sabit bir oran kullanılabilir. Üçüncü faktör ise iç verim oranı ve risk payından oluşan *iskonto oranıdır*. Reel verim oranı, yatırımcının sıfır risk durumunda bile beklediği getiri oranıdır. Risk payı ise ülke ve sektör gibi bileşenleri de içerir.

Fazla Kazanç yöntemi basitliğinden dolayı sık kullanılan ve fazla eleştiri alan bir yöntemdir. Bu yöntemde maddi olmayan varlıkların normalin üzerindeki getiriye ürettiği düşünülmektedir. Gerek bilançodaki aktif ve pasiflerin değerlerinde gerekse bilançoya dahil olmayan aktif ve pasiflerin eklenmesi suretiyle düzeltmeler yapılır. Hesaplama; menkul kıymetler piyasa değeriyle, tahsili mümkün alacaklar yaşlandırılarak, fiziki stok cari yerine koyma fiyatı ile, demirbaş ve finansal kiralama tasfiye veya yerine koyma değeriyle gösterilir. Vergi sonuçları da dikkate alınmalıdır. Maddi duran varlıklardaki yatırım, işletme sermayesinden daha yüksek düzeyde risk taşır. Bu yöntem toplam aktifleri 500000 USD'nin altındaki işletmelerde daha iyi sonuç vermektedir.⁸⁴

Artık Kar Modeli (EBO – Edward, Bell, Ohlson) normal dışı kar olarak; başlangıç dönemindeki özsermaye defter değerinin, özsermaye maliyeti çapımıyla elde

⁸⁴ West, Thomas ve Jones, Jeffrey, *Handbook Of Business Valuation*, John Wiley & Sons. Inc., Usa, 1992, s.169

edilen değerle, net kar arasındaki farktır. Artık kar modelinde de bir süre yüksek artık kar, daha sonra ise istikrarlı bir artık kar oranı varsayılmaktadır. İndirgeme oranının doğru tahmini yine en zor noktadır. Farklı çalışmalarda nakit akımlarının veya muhasebe karlarının veya artık karların daha üstün olduğu savunulmuştur. EBO modelinin hesaplanabilmesi için; defter değeri, kar tahminleri, karlarda uzun dönemde büyüme oranı, sermaye maliyeti ve kar payı dağıtım oranına⁸⁵ ihtiyaç vardır. Patent gibi haklar, artık karların uzun süre yüksek seyretmesini sağlarken, rekabetçi baskılar ise bu süreyi kısaltmaktadır. EBO modeli DCF modelinin değişik bir türüdür. Değerleyiciler veya analistler, kar yada nakit akımları, sonsuz bir süre güvenilir tahmin edilemeyeceği için çoğunlukla beş yıl için net tahminler yapmakta ve ekonomik ömür sonundaki nihai değer tahmini için de basitleştirici varsayımlar yapmaktadırlar. Nihai değer genellikle toplam değer %70'i gibi büyük bir oranı olduğundan çok önemlidir⁸⁶. Geçmiş hesap dönemlerine ait gerçekleşmemiş kar ve zararların cari gelir tablosunda gösterilmesi gereği ilişkisi korunduğu sürece EBO, DDM ve DCF modelleri kar, kar payı, nakit akışı, servet veya ekonomik kazanç gibi farklı parametreleri dikkate alsalar da tutarlı sonuçlar vereceklerdir.⁸⁷ Büyüme oranları büyük olan küçük işletmelerin hiç kar payı dağıtmadığı ve bu durumun nihai değer hesaplamalarında yanlışlara yol açabileceği, EBO modelinin DCF modeline göre daha iyi sonuç verdiği belirtilmiştir.

İhtiyari kazanç yönteminde ise şirket kazanç gücü ile getiri oranı eşleştirmede yanlışlık yapılabilmektedir. Basitleştirmek amacıyla mümkün olduğunca çok değişkenin yok edilmesi amaçlanır. Küçük işletmelerde finansal kayıtlar, kar üzerindeki vergi sebebiyle düşük, halka açık şirketlerde ise yatırımcıları çekmek için yüksek gösterilmeye çalışılmaktadır. Oteldeki oda sayısı gibi uygun çarpanı seçmek kritik önem taşımaktadır. Yöntem risk ve karlılığı doğru belirtemeyebilir. Çarpan seçiminde ağırlıkları ondan bire kadar giden sık kullanılan faktörler şu şekilde sıralanabilir; tarihi kazançlar, gelir riski, satış vadeleri, işletme tipi, büyüklüğü, yeri ve imkanları, pazarlanabilirlik, istenebilirlik, rekabet ve endüstrinin büyümesidir. Faktörlere sıfır ila üç arasında belirli çarpanlar verilir ve ağırlıkları ile çarpılarak, ağırlıklı değerleri bulunur. Kullanılmayan aktifler eklenir. Şirket satışları genellikle stoğun satışından çok aktiflerin satışlarıdır.

⁸⁵ Herzberg, Martin M., *Implementing Ebo/Eva Analysis In Stok Selection*, Journal Of Investing, Spring 1998, Vol.7, Issue.1, s.2.

⁸⁶ White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpaul C. ve Fried, Dow., *The Analysis And Use Of Financial Statements*, John Wiley & Sons Inc., 2.B., 1997, s.1065.

⁸⁷ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.169.

2.6.2. Gelir İndirgeme Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri

2.6.2.1. İndirgenmiş Kar Payı Modeli

İndirgenmiş kar payı modelinde (DDM – Discounted Divident Model) yatırımcı hisse senedini satın aldığı anda iki tip nakit akımı bekler; birincisi kar payı, ikincisi ise yine dağıtılmayan kar payının birikmesi ile oluşan, elde tutma süresi sonundaki satış fiyatı ve maliyet fiyatı arasındaki farktır.⁸⁸ İstikrarlı büyüme dışındaki yüksek büyüme döneminin uzunluğu, şirketin büyüklüğü, patent gibi yasal mekanizmaların varlığı ve karındaki büyüme oranının yüksekliği önemlidir. Kar rakamındaki büyüme oranının tahmininde; geçmişteki büyüme oranı, finansal analistlerin beklentileri, şirketin temel verileri belirleyici olmaktadır. Karlardaki büyüme; sabit büyüme olarak tanımlanan, önce yüksek sabit, sonra istikrarlı büyüme oranından oluşabilmektedir. Veya önce yüksek büyüme, sonra geçiş döneminde istikrarlı dönemin büyüme oranına düşmekte ve sonrasında istikrarlı büyüme dönemi devam etmektedir. Veya her yıl farklı büyüme oranları dikkate alınmaktadır. Hesaplama her yıl için büyüme oranları ve kar payı tahminleri belirlenmelidir.

2.6.2.2. Temettü Verimi Yöntemi

Myron Gordon ve John Lintner'in savunduğu görüşe göre; kar dağıtımının hisse senetleri değeri üzerinde etkili olduğu ve hisse senedinin bugünkü değerinin, beklenen temettülerin bugünkü değerine eşit olacağı ifade edilmektedir. 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu gerekçesinde temettü verimi; “Bir sonraki yıl ödenecek hisse başına temettü değerinin temettü verimi oranına bölünmesi ile elde edilen değerdir” şeklinde tanımlanmıştır.

Hisse senetlerine; temettü elde etme, sermaye kazancı elde etme ve bedelsiz sermaye artırımlarından faydalanma amacıyla yatırım yapılır.⁸⁹ Piyasada hisse senetleri için talebin olması, hisse senetlerinin temettü ve satış gelirlerine bağlıdır. Hissedarlar firmanın kazançlarını harcamayacaklarından sadece kendilerine dağıtılan kar paylarını harcamayacaklardır. Dağıtılmayan kar payları, gelecek yıllara ertelendiğinden ortaklar daha yüksek bir iskonto oranı talep edeceklerdir. Bu nedenle ortakların yatırımdan bekledikleri karlılık oranı sabit kalmayacaktır. Yatırımcılar, yüksek kar ödeme oranı olan firmaların hisse senedi fiyatını, düşük iskonto oranı ile indirgeyeceklerdir. Dağıtılmayan

⁸⁸ Williams, J.B. , *The Theory Of Investment Value*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1938.

⁸⁹ Kanahıcı, Hülya, *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*, SPK yayın no:77,s.31

karlar firmanın hisse senetlerinin fiyatını bire bir yükseltmiyorsa, firmanın bu kaynakları etkin kullanmadığı söylenebilir.

Temettü verimini, Hisse Başına Ödenen Temettünün Hisse Senedi Piyasa Değerine oranıdır.

Temettü verimi de elde edilmesi beklenen temettü gelirin hisse senedi değerine oranıdır.

Temettü verimi yönteminde şu varsayımlar yapılmaktadır:

- Firmanın getiri oranı sabittir,
- Firmanın iskonto oranı değişmemektedir,
- Firmanın faaliyet süresi sonsuz kabul edilmektedir,
- Temettü politikasında bir değişiklik olmayacaktır,
- Yatırımlardan beklenen karlılık oranı, temettü geliri artış oranından büyük olacaktır,

Dağıtılmamış karlar ile dağıtılan karlar farklı oranlarda vergileniyorsa, farklı hesaplanacaktır.

Hisse senedini sonsuza kadar elimizde tutmak istersek; temettü oranının sabit olduğu varsayımı gerçekçi olmadığından, formül: temettü gelirin zaman içinde aynı oranda artacağı varsayımıyla veya temettü gelirlerinin sonsuz olduğu varsayıldığında farklı hesaplanacaktır.

Diğer taraftan, vergi faktörünün dikkate alınması durumunda, uygulanan vergi kanunları kar dağıtım politikalarının hisse senedi değeri üzerindeki etkilerini değiştirebilecektir. Eğer kar dağıtımı üzerinden daha yüksek vergi alınıyorsa, düşük kar payı ödemek avantajlı olabilecektir.

Temettü verimi yaklaşımına yapılan eleştiriler şunlardır:

- Sadece dağıtılan kar payının dikkate alınıp işletme bünyesinde bırakılmış kar paylarının dikkate alınmaması,
- Hisse senetlerinin alım satımında ikincil pazarın varlığının ihmal edilerek hisse senedi satış kazançlarının yok varsayılması,
- Gelecekteki temettüleri tahmin etmenin çok zor olması,
- Yöntemde kullanılan formülün subjektiflik içermesi,
- Temettü ödeme oranının bazı şirketler için düzenli olmaması,
- Temettü büyüme oranı, temettü veriminden büyük olduğunda şirketin değerinin sonsuz çıkması. Yüksek büyüme potansiyeli olan şirketler için bu yöntemin uygulanamaması,
- Firma değeri için önemli olanın temettü ödemesi değil, temettü ödeyebilme kapasitesinin olmasıdır.

Türkiye’de sermaye piyasasında işlem gören firmalar için yapılan bir araştırmaya göre, dağıtılan temettülerin hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu gözlenmiştir.

2.6.2.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

Faaliyetlerine devam eden şirketin değeri onun varlıklarının dışında işleyişini de kapsayacaktır. İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde hesaplanan değerdir. Yaşayan bir şirketin değeri, sinerji etkisi ile parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında işletmenin potansiyel kazançları dikkate alınacaktır. Yukarıda açıklanan tüm değerlendirme yöntemleri dikkate alınarak firmanın işleyen yapısıyla değerinin bulunması, işleyen teşebbüs değerini oluşturur. Defter değerinde, organizasyon sermayesi dikkate alınmamaktadır. *Organizasyon sermayesi*; işçi, müşteri, satıcılar ve yöneticilerin toplam olarak birbirini tanımaları ve ahenkli çalışmaları sonucu oluşan değerdir. İşleyen teşebbüs değeri, organizasyon sermayesi nedeniyle defter değerinden yüksek olmaktadır. Aradaki fark *şerefiye/peştemallık* olarak adlandırılmaktadır.

Şerefiye: İşletmeyle ilgili sosyal, psikolojik ve ekonomik faktörlerin para cinsinden ifadesidir. Gelecekte elde edilmesi beklenen fazla karların bugünkü değeridir. İşletmenin bir bütün olarak değerinin tek tek varlıkların değerinden yüksek olmasıdır. İşleyen firmanın değeri, Net aktif toplamı ve Şerefiye toplamına eşittir

Şerefiyeyi etkileyen unsurlar ise şunlardır:

- Kuruluş yeri seçimindeki uygunluk,
- Yönetim kadrosunun kalitesi, yöneticiler ile personelin uyumlu çalışması,
- Mal ve hizmetlerin kalitesi, firma kalitesi,
- İyi organizasyon yapısının olması ve satıcılar, dağıtıcılar ve tamirciler arasında iyi bir bilgi ağının kurulmuş olması,
- Verimli çalışma ortamının olması,
- Tekel avantajlarının olması,
- Müşterilerin işletmeye verdikleri değer,
- Üretim safhası sırlarının varlığı,
- İşçi-işveren uyumu,
- Uluslararası ilişkilerin iyi olması,
- Potansiyel karların ve yeni yatırım olanaklarının olması.

Ayrıca, firmanın kontrolü kendilerine geçtiğinde, gelecekteki nakit akımlarının artacağını düşünen yatırımcılar da, firma yönetimini ele geçirmek için kontrol hisselerine daha fazla bedel ödemeyi kabul edeceklerdir. Tasfiye değeri, işletmenin piyasa değerini belirlemede alt sınırı oluştururken, işletmenin işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır.

2.6.3. Maliyet Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri

2.6.3.1. Net Aktif Değer

Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir. Bu yöntemi savunanlar, “firma satın alanlar gelecekteki kazançları satın almıyor; önceki yıllar kazançlarının gelecekte de olacağını garantisini kimse veremez” düşüncesine inanmaktadırlar. Net aktif değer yöntemi ile İNA yöntemi arasındaki fark şirketin şerefiyesidir (Goodwill). Firmanın işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, karlı firmalar için düşük değer tespitine neden olabilir.

Net aktif değer, fırsat maliyetlerini gözönüne alan bir yöntemdir. Fırsat maliyeti, varlıkların elde tutulmayıp normal koşullar altında satılmaları halinde elde edilecek gelirden yapılan masrafların çıkarılması ile bulunan net tutardır. Ayrıca net aktif değer tespiti yapılırken bazı malların değerinin tespitinin çok güç olduğu görülmektedir. Örneğin, işletmenin sahip olduğu özel, pahalı ve uzmanlık gerektiren makina ve teçhizatın başka hiç bir kişi ve kurumda bulunmaması durumunda, bu varlıkların piyasa fiyatı olmayacağından değerinin tespiti de subjektif olarak yapılacaktır. Net aktif değer işletmenin aktiflerinin piyasa değerinden işletmenin borçlarının piyasa değerinin farkıdır

Net aktif değer yönteminde, aktifler yeniden değerlendirilmiş değerleriyle dikkate alınacaktır. Yeniden değerlendirilecek varlıkların değerlemesinde kullanılan yöntemler ise; *Eşdeğer yatırım değeri* yöntemi; birim değerler hesaplanarak bir değer tahmini yapılır. Örneğin, çimento fabrikalarında 1 tonluk kapasitenin yatırım değeri dikkate alınarak fabrikanın tümü için değer tahmini yapılabilir. *Ekspertiz değeri*; değerlemeye tabi tutulacak varlığın, değerlendirme günündeki değerinin uzmanlar tarafından tahmin

edilmesidir. *Katsayılar yöntemi*; yeniden değerlendirme katsayısı tespit edilerek finansal tablolar bu katsayıya göre düzeltilir.

Yeniden değerlendirme katsayısı dönem sonu fiyat endeksinin sözkonusu varlığın işletmeye dahil olduğu tarihteki fiyat endeksine oranıdır. Yeniden değerlendirme sonucu bulunan varlık değeri bu varlıkların cari değerini aşmamalıdır. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus ise, hızlandırılmış amortisman uygulayan şirketlerin finansal tablolarının normal amortisman yöntemine göre düzeltilmesi gerektiğidir.

Net aktif defteri hesaplanırken şu noktalara dikkat edilmelidir: Aktif ve pasiflerin tam olarak kaydedilip kaydedilmediği, karşılıklarda bir problem olup olmadığı, kredilerin, kıdem karşılıklarının, sigorta primlerinin ve ipotekli malların olup olmadığı tespit edilmelidir. Değerlemeyi yapan kişi, makinaların, arsaların, stokların değerinin, değer tespitinde eksperlerden yararlanılmalıdır. Finansal kiralama bilançoda gözükmürken, operasyonel kiralama bilançolarda gözükmür.

Alan J. Auerbach ve David Reishus tarafından yapılan bir çalışmada, 1968-1983 yılları arasındaki 318 birleşme olayında, birleşmelerin yüzde 20'sinde vergi kazançları olduğu ve bu kazancın devralınan işletmelerin piyasa değerinin yüzde 10'una ulaştığı tespit edilmiştir.

- Maddi olmayan duran varlıklar, maliyetleri zamana yayılan, transfer edilebilen ve değerinin tespiti kısmen zor olan varlıklardır. Uzun vadede firmanın değerini olumlu etkileyen, patent, firma ismi, know-how örnek verilebilir.

- Net aktif değer bulunurken karşılaşılan bir diğer sorun da, ulusal paranın değer kaybetmesinin finansal tablolar üzerindeki etkisidir. Bilançodaki nakdi değerler cari para birimiyle, nakdi olmayan varlıklar ise alış bedelleri ile gösterilmektedir. Yeniden değerlendirme olayı bu durumu düzeltmeye yönelik bir düzenleme olsa da, istenen sonucu tam veremeyebilir. Bazı varlıklar yeniden değerlemeye tabi olmadığı gibi, bazı sektörlerdeki fiyat artış oranları, yeniden değerlendirme oranından yüksek veya düşük olabilmektedir. Bilançodaki kalemler cari değerlerine yükseltilmeli ve hızlandırılmış amortisman uygulayan firmaların duran varlıkları, normal amortisman yöntemine göre düzeltilmelidir.

- Teknik danışman, işletmeden bağımsız olarak satılabilecek varlıkların en yüksek kullanım değerini ele alacaktır. Boş olan bir arsa veya arazinin değerlemesinde ise imar planları, alınacak inşaat izinleri ve diğer yapılacak masraflar dikkate alınarak değer tespiti yapılmalıdır.

- Şirketin kontrol edemeyeceği kadar düşük oranlardaki iştirak hisselerinin değeri, bu hisselerin maliyet bedeli üzerine iştirak tarihinden itibaren doğmuş kar payları eklenerek veya zararlar düşülerek bulunabilir. İştiraklere verilmiş avanslar da bu değere ilave edilmelidir.

- Değerleme işlemleri, stoklar ve alacaklar imalat firmalarının en zayıf noktalarıdır. Şirket faaliyetlerine devam etmeyecekse, stokların değerinin düşeceği, alacakların da tahsilinin güçleşeceği gözönünde bulundurulmalıdır.

Net aktif değeri yöntemi genelde şirket kötü bir durumdaysa veya yükümlülüklerini yerine getiremiyorsa veya faaliyetlerini durdurmuşsa veya varlıkları çok değerli ise veya knowhow, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse kullanılmaktadır.

İkinci el piyasada varlıklara karşı talep yoksa, teknolojik eskime varsa, aktifin son durumu ve bakımı kötüyse, yeniden yapma maliyeti ile nakit oluşturma potansiyeli düşükse ve varlıkların coğrafi konumu ekonomik değilse, bu varlıkların piyasa değeri düşük olacaktır.

2.6.3.2. Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi

Gelecekte kar etmesi mümkün görülmeyen işletmeler için söz konusudur. Tasfiye değerinde tüm varlıkların piyasada nakte çevrilme değeri araştırılırken, düzeltilmiş net varlık değerinde varlıkların şirket içerisinde kullanıcı açısından ifade ettiği değerdir. İşletmenin hisse senetleri değeri, işletmenin net aktif değerleri toplamına eşittir.⁹⁰ Gizli yedekleri ortaya çıkaran düzeltmelere örnek olarak; finansal kiralama ile dört yıllık taksitle alınan makinanın değerlendirme günü satılacak olsa fiyatı ile bilançodaki fiyatı arasındaki fark sayılabilir.⁹¹

Şirketin piyasada tüm varlıklarını satıp, bütün borçlarını ödemesi halinde elde edebileceği tutar *tasfiye değeridir*.⁹² Tasfiye değeri şirketin artık faaliyetlerine devam etmeyeceği varsayımından hareketle, varlıkların elden çıkarılmasında yerine koyma değeri ile değil de kullanılmış değerleri ile değerlendirileceğinden net aktif değerden farklılık gösterir.

2.6.3.3. Tasfiye Değeri

⁹⁰ Gültekin, Rodoplu, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul 1993, s.27

⁹¹ Kibar, Halil, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998, s.110

⁹² Brandford, a.g.e., s.83

Bir işletmenin faaliyetlerine son verdikten sonra, mevcut varlıkların teker teker satılarak elde edilen tutardan borçların, satış giderlerinin, vergilerin, satış komisyonlarının ve personelin işine son verme ile ilgili giderlerin düşülmesi halinde bulunacak değer tasfiye (likiditasyon) değeridir. Defter değeri yönteminde tarihi maliyetler dikkate alınırken, bu yöntemde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Ancak, firmanın varlıklarının tasfiyesi durumunda, bunların piyasa değerinin altında bir değerle satışları sözkonusu olabilecektir. Aynı zamanda, tasfiye edilen firmanın varlıklarının değer tespiti, ikincil piyasada alım satımı yapılyorsa kolay, böyle bir piyasa yoksa güç olacaktır.

2.6.3.4. Defter Değeri

Defter değeri (muhasabe değeri), belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasabe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Değişik muhasabe tekniklerinin kullanılması sonucu varlıkların defter değerleri farklı olacaktır. Örneğin, kur farkları aktifleştirilerek yatırımlara dahil edilebileceği gibi, giderleştirilerek gelir tablosuna da yansıtılabilir. Böyle bir durumda varlıkların defter değeri farklı olacaktır. Aynı şekilde, farklı amortisman ayırma yöntemi ve stok değerleme yöntemi uygulanıyor olabilir. Hisse senetlerinin defter değeri, özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir ve çoğunlukla hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Öz sermaye; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve karşılıklar toplamından oluşur. Defter değerine öz sermaye değeri de denilmektedir. Defter değeri ile piyasa değeri; enflasyon, demode olma ve organizasyon sermayesi gibi nedenlerden dolayı farklı olabilmektedir. Örneğin, 1991 yılı sonunda Microsoft firmasının piyasa değeri defter değerinin 10 katından fazla gerçekleşmiştir. Enflasyon varlıkların nominal değerini artırırken, teknolojik eskimeler değer düşmesine neden olmaktadır. Borsa değerinin defter değerinden düşük olması, dağıtılmamış karların verimli kullanılmadığının bir göstergesidir. Defter değeri, birleşme ve firmanın blok şeklinde satın alınmasında önem kazanan bir yöntemdir. Defter değeri, yüksek enflasyon olan ülkelerde önemi olmayan, sadece firmanın en düşük değeri konusunda fikir veren bir değerdir.

2.6.3.5. Amortize Edilmiş Yenileme Değeri

Bir şirketin, bugün aynı şekilde kurulması halinde gerekli maliyetlerin toplamı amortize edilmiş yenileme değeridir. Ayrıca bulunan değerden yıpranma payı çıkarılır.

Yenileme değeri, aynı yaşta ve çalışabilme kapasitesindeki varlıkların satın alınması durumunda katlanılan maliyetler toplamıdır. 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu gerekçesinde bu yöntem; “Yeniden kurma değerinde yer alan varlık kalemlerinin şirket varlıklarının yaşları ve kullanma ömürleri dikkate alınarak amortize edilmesiyle bulunan değer” şeklinde tanımlanmaktadır.

2.6.3.6. Piyasa Kapitalizasyon Değeri

Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa değeri ile hisse adedinin çarpımıyla bulunan değer piyasa kapitalizasyon değeridir (PKD). Kuruluşların hisseleri piyasada işlem görmüyorsa, kuruluşun yıllık kazançları, sermaye maliyeti (endüstri genel karlılık oranı) olarak itibar edilen bir orana bölünerek firma değeri bulunur. Örneğin, yıllık kazancı 100 milyar TL. olan bir işletmenin yüzde 20 sermaye maliyetine göre piyasa kapitalizasyon değeri; $PKD = (100 * (1/0,2)) = (100 * 5) = 500$ milyar TL. olacaktır. Bu denklemde 0,2 piyasa kapitalizasyon oranıdır (diğer bir ifade ile F/K oranının tersi).

Fazla kazançların kapitalizasyonu ABD’de vergi değeri için kullanılan bir yöntemdir. Firmanın gerçek kazancı ile sektör ortalama kazancı arasındaki fark firmanın fazla kazancıdır. Bu fazla kazancın kapitalize edilerek, firmanın net aktif değerine eklenmesi ile firma değeri bulunmaktadır.

2.6.3.7. Ekspertiz Değeri

Ekspertiz, bilgi ve uzmanlığı nedeniyle görüşüne başvurulanan kişidir. Ekspertler tarafından varlıkların rayiç değerlerinin tespitiyle bulunan değer ekspertiz değeridir. Başka bir ifade ile ekspertiz değeri, bir şirketin sabit varlıklarının piyasa fiyatları ile elden çıkarılması halinde elde edilecek değerdir. Bu yöntem piyasa durumunu, ürünleri veya yönetimin becerilerini dikkate almaz. Varlık satışı söz konusu olduğunda bu yöntem kullanılmaktadır. Bu değer bir değerlendirme yönteminden ziyade değerlendirme yöntemlerinde kullanılan bir araçtır. Örneğin, net aktif değer bulunurken, binaların ve arsaların değerinin ekspertlere yaptırılması söz konusu olabilir. Aktif değer olarak ekspertlerin tahmin etmiş olduğu değer kullanılabilir. 4046 sayılı Özelleştirme Kanunu gerekçesinde ise ekspertiz değeri; “Şirket varlıklarının, ilgili uzmanlar tarafından varlıkların yaşları, kapasiteleri, teknolojileri, benzer varlıkların piyasa değerleri gibi faktörler gözönüne alınarak belirlenen değerdir” şeklinde tanımlanmıştır.⁹³

⁹³ Yazıcı, a.g.e. Bölüm 1. kısım.6.1.2.8.

2.6.3.8. Emsal Değer

Emsal değer (benzer alım satımlar); gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değerdir. Değerlenecek varlığın benzeri bir varlık piyasada alınıp satılıyorsa, piyasada oluşan değerden hareketle değer tespiti yapılabilecektir. Bu yöntem taşıt ve gayrimenkullerde çok kullanılmaktadır. Örneğin, bu yöntemle göre bir taşıt veya arsanın değer tespiti, çevresindeki benzer taşıt ve arsaların en son alım-satım fiyatları dikkate alınarak yapılacaktır. Firma değerlemesinde ise, aynı sektörde benzer faaliyetlerde bulunan, firma yapıları birbirine benzeyen ve daha önce alım satımı yapılmış olan firmalar için bir kriterin belirlenmesi ile firma değerinin tespiti yapılabilir. Örneğin; çimento sektöründe ton başına değer tespit edilmesi, telekomünikasyon sektöründe hat başına değer tespit edilmesi gibi. Çimento fabrikası için ton başına 10 milyon TL. belirlenmiş ise firmanın kapasitesi de 225 bin ton ise, firmanın değeri 2.250 milyar TL. olacaktır.

2.6.4. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımına Dayalı Değerleme Yöntemleri

2.6.4.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Bir varlığın değeri, belli bir kriterden hareketle tahmin edilebilir. Örneğin, gayrimenkul değerinin m² ile ilişkilendirilmesi, firma değerinin kazanç ile ilişkilendirilmesi gibi. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı (Price/Earnings Ratio), işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL. ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır.

Malkiel tarafından önerilen bu yöntemde, hisse başına net kar (vergi sonrası kar) piyasada gerçekleşmiş olan F/K oranıyla çarpılarak, hisse senedinin olması gereken fiyatı/değeri bulunur.

F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir;

- Aynı sektörde faaliyet gösteren ve birbirine benzeyen şirketlerin F/K oranları ortalaması seçilebilir,
- Genel piyasa (İMKB) F/K oranı ortalaması alınabilir,
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin F/K oranı ortalaması alınabilir.

Fiyat/Kazanç oranı Hisse Senedi Piyasa Fiyatının Hisse Başına Net Karına oranıdır. Şirket Değeri ise Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranının Şirket Net Karı ile çarpımıyla bulunur.

F/K oranı aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir:

$$F/K = \frac{1-g/r}{i-g}$$

g: Kazanç ve nakit akımının uzun dönemde büyüme oranı,

r: Yeni yatırımların getiri oranı,

i: İskonto oranı.

Bir firmanın karı tespit edilemese de, temettü dağıtım oranı, karın büyüme oranı ve piyasa iskonto faiz oranı bilindiğinde F/K oranı şu şekilde hesaplanacaktır:

$$F/K = \frac{d(1+b)}{i-y(1-d)}$$

d: Temettü dağıtım oranı,

b: Firma net karındaki büyüme oranı,

y: Firma karının büyüme oranındaki artış oranı,

i: İskonto oranı.

F/K oranını etkileyen faktörler ise aşağıda gösterilmektedir;

- Karlardaki tarihsel büyüme oranı,
- Tahmini karlar,
- Ortalama temettü ödeme oranı,
- Firmanın sistematik riskini ölçen beta katsayısı,
- Karların istikrarsızlığı,
- Finansal kaldıraç,
- Firmanın rekabet gücü, yöneticilerin yetenekleri, ekonomik koşullar.

Etkin sermaye piyasası varsayımı nedeniyle, piyasa değerinin firmanın gerçek değerini yansıttığını ve olaya subjektiflik girmedikleri için, piyasadaki değerin değerlendirme yapan kişilere göre daha etkin tespit edildiği savunulmaktadır. F/K oranı halka açık olmayan firmalara da uygulanabilecektir. Buna göre, şirketin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanarak şirketin hisselerinin değeri tespit edilebilmektedir. Bu sebeplerle F/K oranı yöntemi tercih edilmektedir.

Halka ilk kez arzedilecek firmalar için F/K oranı, hisse senetleri piyasada işlem gören firmaların F/K oranından düşük alınmalıdır. Benzer şirketler olsalar da, hisse

senetleri piyasada işlem gören şirketlerin hisse senedi değeri, hisse senedi piyasada işlem görmeyen firmalara kıyasla daha yüksek olacaktır. Çünkü, pazarlanabilirlik önemli bir faktördür ve hisse senedinin değerini artıran bir unsurdur. Örneğin, bir ABD Mahkemesi tarafından pazarlanabilirliğin primi, yüzde 10-20 arasında kabul edilmiştir. F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, net karın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kar rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri fazla olan firmaların F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir.

Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken bir nokta da durağan karşılaştırmaların yapılmasıdır; yani şirketin beklenen karlılığı üzerine herhangi bir şey söylenmemektedir. F/K oranı yönteminin bir diğer sakıncası ise, F/K oranının zaman içerisinde değişebileceğinin gözardı edilip, bu oranın sabit olarak dikkate alınmasıdır. F/K oranı ve ortalama kazanç miktarı da sabit kabul edildiğinden riski ödüllendirmek ve risk ile vade arasındaki ilişkiyi değerlemeye yansıtmak mümkün olamamaktadır. Bu yöntemin diğer eksiklikleri olarak, paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, iki şirketin hiç bir zaman aynı olmayacağı, seçilen yıllarda F/K oranının sapma gösterme olasılığı yani spekülasyona açık borsalarda oluşan F/K oranlarının kullanılması, şirketin gelecekte vergi ödeme durumunun dikkate alınmıyor olması ve yatırım gereksinimi gibi konuları yansıtmaması sayılabilir. Aynı zamanda, F/K oranı zarar eden firmalarda çalışmadığı gibi, karı sıfıra yakın firmalarda da firma değeri çok yüksek çıkacaktır. Ancak, dönem karı yerine işletme faaliyet karının kullanılması, belli bir dönemin F/K oranı ortalamasının alınması, dünyadaki benzer sektör örneklerinden yararlanılması, bölgesel farklılıkları dikkate alıp, bölge riskinin hesaplamalara katılmasıyla yukarda belirtilen sorunların kısmen aşılabileceği düşünülmektedir. Bu sakıncalarına rağmen, F/K oranı yöntemi Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok başvurdukları değerlendirme yöntemidir.

2.6.4.2. Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı Yöntemi

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, şirketlerin açıkladıkları kar rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır. PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına özvarlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, firmaların PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir.

PD/DD oranı Hisse Senedi Piyasa Fiyatının Hisse Başına Düşen Defter Değeri (Öz Sermaye) oranı olarak hesaplanır.

Şirket Değeri ise Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranının Şirketin Defter Değeri (Öz Sermaye) ile çarpılmasıyla bulunur.

Bu yöntem kullanılırken, firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Bu yöntemin zayıf noktası; her şirketin kendine özgü özelliklerinin olması ve her şirketin varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamasıdır. Ayrıca, PD/DD oranının o sektörde faaliyette bulunan diğer firmalara kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

2.6.4.3. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi

Firmaların uyguladıkları amortisman oranlarının farklı olması nedeniyle, firma gelirleri yerine nakit akımları yönteminin kullanılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. F/K oranı yönteminde, firma kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak firma değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer firmaların değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer firmaların fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu firma değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı alınmaktadır.

F/NA oranı Hisse Senedi Piyasa Fiyatının Hisse Başına Düşen Nakit Akımına oranıdır.

Şirket Değeri, Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama F/NA Oranı ile Şirket Nakit Akımı çarpımından elde edilebilmektedir.

4046 sayılı Kanunu gerekçesinde ise F/NA oranı şöyle tanımlanmıştır: “Bir şirketin değerini belirlerken başka şirketlerin verilerinden yararlanabilen bir metoddur. Fiyat/nakit akımı oranı, bir şirketin piyasada oluşan hisse fiyatının şirketin hisse başına düşen nakit akımına oranıdır.”

2.6.4.4. Yeniden Yapma Değeri

Bir varlığın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu varlığı elde etmenin maliyetidir. Başka bir deyişle, kurulu bir tesisin yeni baştan yapılması için katlanılacak maliyetlerin toplamıdır. Örneğin, 5 yıl önceki yapılan bir tesisin yapım yılındaki değeri 100 milyon dolar ve 5 yıllık dönemde ABD’deki enflasyon artışı yüzde 15 ise, tesisin bugünkü değeri $(100 \times 1,15)$ 115 milyon dolar olacaktır. Yeniden yapma ile

yenileme değeri arasındaki fark, *yenileme değerinde* sözkonusu varlık için kapasite veya verim açısından özdeşlik sözkonusu iken, *yeniden yapma değerinde* fiziksel özelliklerin benzer olması sözkonusudur. Bu yöntem, satış fiyatları devlet tarafından belirlenen elektrik ve su dağıtımı gibi işletmelerde firma değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir.

2.6.4.5. Göreceli Değerleme Yöntemleri

Göreceli değerlendirme yöntemleri; piyasa ile ilgilidir. Gerçek değerlendirme yöntemlerinde nakit akımları, büyüme ve risk özellikleri dikkate alınırken, göreceli değerlemede birbirlerine benzer varlıkların piyasa tarafından fiyatlandırılışına bakılarak ucuz varlıklar bulunmaya çalışılır. Gerçek anlamda pahalı bir varlığın göreceli olarak ucuz bulunması söz konusudur. Benzer varlıklar, yarattıkları karlar, defter değerleri, yerine koyma değerleri veya ürettikleri satış hacimleri gibi farklı ölçütlerle karşılaştırılabilmektedir.

Karla ilişkilendirilen çarpanlar olarak Fiyat/Kazanç oranı (P/E – Price Earnings) ; yatırımcıların büyüme potansiyeli ve geleceği parlak şirketlerin hisse başına kar (EPS) oranlarına daha fazla ödemeyi kabul etmeleri sonucu P/E oranı yükselir. Malikiel'e göre analist EPS'yi tahmin eder ve P/E ile çarparak hisse senedi fiyatını tahmin eder.⁹⁴ P/B veya Defter değeri/Piyasa Değeri sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde genelde piyasada alınıp satılmayan hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin ederken kullanılmaktadır.⁹⁵ Defter değeri yerine yerine koyma maliyetini belirten Tobin's q teorisine göre sermayenin marjinal etkinliği yüksek ve şirkete finansal maliyeti düşük ise q değeri büyüyecektir. Piyasa fiyatı / satış fiyatı gibi oranların kullanılmasının temel avantajı, farklı piyasa ve muhasebe sistem ve uygulamalarına sahip şirketlerin daha kolay karşılaştırılabilmesi mümkündür. Karşılaştırılabilir şirketlerin ve analizde kullanılacak çarpanların seçimi önemlidir.

Çarpan	En Önemli Belirleyici Değişken	Belileyici Değişkenler
Fiyat/Kazanç (P/E) Oranı	Büyüme	Kar Payı Ödeme Oranı, Risk
Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) Oranı	Özsermaye karlılığı (ROE)	Kar Payı Ödeme Oranı, Büyüme

⁹⁴ Malikiel, Burton G., *Equity Yields, Growth And The Structure Of Share Prices*, American Economic Review, December 1963, s.1004.

⁹⁵ Karaşin, A. Gültekin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Sermaye Piyasası Kurulu, No:4, Ankara 1986, s.36

Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Satış (PS) Oranı	Net Kar Marjı	Kar Payı Ödeme Oranı, Büyüme
Şirket Değeri / Faiz ve Vergiden önceki kar (EBIT)	Sabit sermaye harcama gereksinimleri	Büyüme, Kaldıraç, Risk
Şirket Değeri / Faiz, Vergi ve Amortismanndan önceki kar (EBITDA)		
Şirket Değeri/Satış Tutarı	Faaliyet Kar Marjı	Büyüme, Net Sabit sermaye Harcama gereksinimleri, Kaldıraç, Risk
Şirket Değeri / Defter Değeri	Sermaye Karlılığı (ROC)	Büyüme, Kaldıraç, Risk

Tablo1: Değerleme Çarpanları ve ilişkili değişkenler⁹⁶

Karşılaştırılabilir şirketler sadece aynı sektördeki şirketler değil, nakit akımları, büyüme potansiyeli, riski itibarıyla benzeyen şirketleri ifade etmektedir. Şirketler arası farklılıkların kontrol edilmesi ve gerekirse düzeltmenin yapılması uygun olacaktır. P/E oranı kullanmak yerine şirketler arası büyüme oranlarında farklılıklar söz konusu ise P/E oranlarının büyüme oranlarına oranlanması ile düzeltme yapılabilir ve ortak bir karşılaştırma noktasına ulaşılabilir.

Özsermaye değerlemesinde T modeli; belirli bir dönemde toplam getiriye kesin olarak hesaplamakta kullanılır. Genellikle P/B oranının getiriye yükselttiği görülmektedir. P/B oranı gelecekteki normal dışı kar ve defter değerinin büyümesiyle ilgilidir. Yüksek P/E oranları ise cari normal dışı kardan daha yüksek olan gelecekteki normal dışı karlara bağlıdır.

2.6.5. Modern Değerleme Yöntemleri

2.6.5.1. Ekonomik Katma Değer

Modern Değerleme Yöntemlerinden Ekonomik katma değer (EVA - Economic Value Added : ABD’li Danışmanlık Şirketi Stern Stewart & Co.’nun Tescilli Markasıdır.) şirketin sermaye maliyetinden daha fazla kazanmasını ölçer.⁹⁷ EVA; Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karından Sermaye Maliyetinin çıkarılması ile bulunur. Şirketin artık kar rakamı ile hem borç hem de özsermayenin maliyetini dikkate almaktadır.⁹⁸ Hissedar değerine bakıldığında net kar, amortisman, müşteri memnuniyeti, duran varlıklar,

⁹⁶ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.181.

⁹⁷ Wallace, J.S., *Adopting Residual Income Based Compensation Plans: Evidence Of Effects On Management Actions*, University Of California Working Papers, Irvine, Ca., 1997, s.35

⁹⁸ Grant, James L., *Foundation Of Economic Value Added*, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania, 1997, s.46

işletme sermayesi, pazar payı, özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti etkindir. Nakit akımı, büyüme, yatırılan sermaye ve sermaye maliyeti ise hissedar değeri piramidinin daha üstlerinde yer almaktadır.⁹⁹ *Ekonomik kar*; yatırımcıların benzer risk düzeyindeki yatırımlarının alternatif maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁰ EVA'yı artırmak için, yatırılmış sermayenin vergi sonrası getirisi yüksek projelere yatırılması, daha az sermaye ile daha çok kar elde edilmesi için maliyetleri azaltıp satışların artırılması, daha az sermaye kullanması, şirketin risk seviyesi düşükse daha fazla borç kullanılması gerekir.¹⁰¹ EVA'nın muhasebe karından üç farkı vardır. EVA faaliyet etkinliğini çalışanların anlayabileceği şekilde basitleştirir. İş riskini beta ile piyasa tabanlı risk hesaplamasına izin veren CAPM'e dayandırır. Muhasebe sonuçlarındaki çarpıklıkları düzeltir. Piyasa Katma Değeri (MVA – Market Value Added) , şirketin gelecekte beklenen EVA'larının bugünkü değerine eşittir. MVA; Şirket Değeri ile toplam sermaye arasındaki farktır. Muhasebe bazlı modellerde sadece bilanço ve gelir tablosu kullanılmakta iken EVA kazanç dışında bilgi de veren nakit akım tablosunu da dikkate almaktadır.

$$MVA^{\circ} = EVA^{\circ} / (WACC - g)$$

EVA° : Şirketin cari yıldaki EVAsı

WACC : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

G : Uzun dönemde EVA° 'da beklenen artış oranı

EVA modeli klasik değerlendirme modellerinden DCF modeline benzemektedir. EVA modeli tahmin dönemindeki yıllar boyunca kullanılan sermayeye her yıl ne kadar değer eklendiğini gösterir. FCF ise şirketin faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarından, büyüme için yatırdığı nakit düşüldükten sonra kalan bölümdür. Şirketin değeri borçların ve özsermayenin piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır. Şirket değerleri; gelecekteki FCF'lerin büyüklüğü, riski, büyümesi, tutarı, süresi ve finanslama yöntemi gibi faktörlerden etkilenmektedir. Mevcut faaliyet değeri yanında borçla finansmanın vergi avantajı, özsermaye maliyetindeki finansal risk primi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile gelecekteki planların dikkate alınması gerekir.

2.6.5.2. Ekonomik Katma Değer ve Şirket Değeri

⁹⁹ Muehlhauser, Robert G., *Putting Performance Measures To Work*, Journal Of Applied Corporate Finance, Summer, 1995, s.49

¹⁰⁰ Stewart, G.Bennett, *The Eva Management Guide: The Quest For Value*, Harper Business Publishers, 1991, s.118

¹⁰¹ Kleiman, Robert T., *Some New Evidence On Mva Companies*, Journal Of Applied Corporate Finance, Summer 1999, s.80

Şirketin MVA'sına katkıda bulunabilecek herhangi bir şeyin NPV'i (Net Bugünkü Değer) gelecekte ortaya çıkması beklenen EVA'nın bugünkü değerine eşittir.¹⁰² Sermaye maliyetinin çıkarılmasıyla EVA, yatırılmış veya yatırılacak sermayenin değerini karşılamaya yeterli bir getiriye ortaya koyar. EVA kullanılan sermayenin, şirketin MVA'sı ile farkına eşittir.¹⁰³ Kaldıraçlı ve kaldıraçsız şirket yaklaşımları dikkate alındığında; EVA; Kaldıraçsız Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı'ndan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti çıkarılmasıyla bulunacaktır. Kaldıraçsız Vergiden Sonraki Net Faaliyet Karı da Faiz, Vergi ve Amortisman'dan önceki Kar'dan Verginin çıkartılması ile bulunur. Sermaye maliyeti = (Faiz ve Vergiden önceki Kar) * Vergi Oranı / (Toplam Sermaye) ile bulunabilir. Özsermaye Maliyeti ise risksiz faiz oranı (genellikle devlet tahvili) ile CAPM modeline göre piyasa risk primi ile şirketin hisse senedinin beklenen göreceli riskini gösteren beta katsayısı çarpımının eklenmesi ile ulaşılır. EVA gelir tablosu ve bilançoda görülmeyen, şirketin işletme ve finansal riskini gösteren beta ile hesaplanan özsermaye maliyetini kullanır. (Faiz ve Vergiden önceki Kar - EBIT)'ın (Toplam Sermaye)'ye bölünmesiyle elde edilen kar oranından (özsermaye maliyeti - COE)'ni çıkardığımızda (Artık Sermaye Kazancı - RROC)'na ulaşmış oluruz.

EVA ile hisse senedi arasındaki ilişki için İMKB'de işlem gören hisse senetleri incelendiğinde EVA (Ekonomik Katma Değer)'nin MVA (Piyasa Katma Değeri) ve MV (Piyasa Değeri) ile istatistiksel açıdan yüksek bir ilişkiye sahip olduğu söylenebilir. Ancak, Net Kar'ın (NI) MVA ve MV ile olan ilişkisi daha güçlü çıkmıştır.¹⁰⁴ Yakup Ergincan'ın yapmış olduğu çalışmada; EVA / Ödenmiş sermaye oranı yüksek olan şirketler, daha fazla ekonomik katma değer yaratmakta, mevcut sermayeden daha fazla getiri elde etmekte veya sermayeyi yetersiz getiri sağlayan faaliyetlerden alıp yüksek getirili faaliyetlere yatırmakta veya sermaye maliyetini düşürmektedirler. Ayrıca, İMKB ile ilgili Hatice Kara'nın yaptığı çalışmada da; MVA ve MV'yi EVA, NI ve EPS'nin açıklama gücünün olduğu ancak, ROA ve ROE'nin hiçbir anlamlı etkisinin bulunmadığı ortaya çıkmaktadır.¹⁰⁵

Ekonomik katma değer (EVA) firmanın hangi birimlerinin değer yarattığını belirlemede iyi bir performan ölçüm yöntemidir. Periyodik bir ölçüm olup, vergiden sonraki faaliyet karından, kullanılan sermaye için yapılan ödemelerin düşülmesiyle

¹⁰² Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.278.

¹⁰³ Young, D.S. ve O'bryne, S.F., *Eva And Value Based Management*, Mcgraw-Hill Inc, 2001, s.382

¹⁰⁴ Ergincan, a.g.e., 83

¹⁰⁵ Kara, Hatice, *Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak Eva (Economic Value Added): İmkb Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ana Bilim Dalı, Ankara, 2002

hesaplanır.¹⁰⁶ Vergi sonrası net faaliyet karının, kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılmasıyla ulaşılan değer, hedeflerin saptanmasından stratejik planlamaya , bütçeleden fiyatlamaya, ödül sistemi oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir. Firmanın yarattığı değer dönemselsel olarak bir yıllık tutarıdır. Her bir bölüm ya da ürünün firma adına yarattığı ya da kaybettirdiği değeri gösterir, kıyaslama yapma şansı doğar.¹⁰⁷ Sermaye maliyeti ile sermaye getirisi arasındaki farkı ölçer. Sermaye maliyeti ile anlatılmak istenen, borçların maliyeti ile özsermayenin maliyetinin birarada olduğu durumdur. Faaliyetlerdeki verimliliğin artırılması, firmaya katma değer sağlayacak yeni yatırımların yapılması ve ekonomik olmayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA'yı artıracaktır.¹⁰⁸ EVA, hisse senedi sahiplerinin hisse değerini artırmak için bütün çalışanları yönlendirir. Önceden sermaye piyasası için pay başına geliri, sermaye bütçelemesi için net bugünkü değeri ve yöneticiler için varlıkların getirisini kullanan bir firma, yalnızca EVA'yı kullanabilir. Yatırımların gelecekteki harcama ve faydalarını da göz önüne aldığından, serbest nakit akımlarına göre cari piyasa değeri ile arasında daha yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. Dikkat edilmesi gereken noktalar; EVA'nın tek dönemlik, genellikle bir yıllık zaman dilimini dikkate alması, stratejik iş birimlerinin taşıdıkları risk düzeyindeki değişimleri de tam olarak kapsamına almamasıdır. EVA daha çok sermayenin etkin kullanımına odaklanmıştır. Hizmet, ileri teknoloji ve bilgiye dayalı sektörlerde daha az sermaye kullanımı, insan ve entelektüel sermayenin gelişimi ve yayılmasının, geleneksel muhasebe sistemlerine dayanarak, EVA türü ekonomik kar sistemlerinin yerleştirilmesi oldukça güçtür.¹⁰⁹

2.6.5.3. Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

Artık gelir modelinin temel dayanağı, gelir tablosunda borçlanma maliyetinin faiz giderleri adı altında yer almasına karşın, firmaya yatırılmış olan özsermayeye ilişkin herhangi bir maliyet kalemine gelir tablosunda yer verilmeyiştir. Oysa ki akla yakın olan, sermaye maliyetinin kesin olarak belirlenip, bu maliyetin net gelirden düşülerek aradaki farkın katma değer olarak tanımlanmasıdır.¹¹⁰ İ dönemdeki sermaye maliyeti; i

¹⁰⁶ Garvey, Gerald T. ve Milbourn, Todd T., *The Optimal And Actual Use Of Eva versus Earnings In Executive Compensation*, Claremont Colleges, Working Papers In Economics, Current Draft: May 16, 2000, s.1

¹⁰⁷ Hacırüstemoğlu, Rüstem, Şakrak, Münir ve Demir, Volkan, *Etkin Performans Ölçüm Aracı (Eva) (Ekonomik Katma Değer – Ekonomik Kar Yaklaşımı)*, Mali Çözüm Dergisi, Sayı:59, Nisan 2002

¹⁰⁸ Ergincan, a.g.e., s.70

¹⁰⁹ Korkmaz, Tuba K. ve Özdemir, Mine A., *Ekonomik Katma Değer – Eva Nedir?*, Activefinans, Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:6, Sayı:33, Kasım 2003, s.36

¹¹⁰ Chambers, a.g.e., s.28

dönemi başında yatırılan toplam sermaye ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yüzdesinin çarpımından oluşmaktadır. Sermaye maliyeti, hem özsermayenin hem de faizli borçların vergi sonrası ortalama maliyetidir. EVA da, vergiden sonraki net faaliyet karı ile sermaye maliyeti arasındaki farktır. Piyasa esaslı bir performans ölçüsü olan piyasa katma değeri ise, bir firmanın borç ve özkaynaklarının piyasa değeri ile yatırılan sermayesi arasındaki farktır.¹¹¹ Piyasa değeri / sermaye oranı ise; borç ve özkaynakların piyasa değerinin, firmaya yatırılan sermayeye oranıdır. Gelecekteki ekonomik katma değerlerin iskonto edilmiş bugünkü değeri, firmanın piyasa katma değerini verir.¹¹² Piyasa katma değeri; geçmişteki ve gelecekteki projelerin başarısını ölçen ve firmanın borsa fiyatı hakkında değerlendirme yapma olanağı veren bir ölçüdür. Piyasa değeri; firmaya yatırılan sermaye ile gelecekteki ekonomik katma değerlerin şimdiki değerlerinin toplamına eşittir. Yatırımcılar, EVA'sı yükselen firmalara yatırım yapmayı tercih etmektedirler.¹¹³

EVA ve bununla ilgili değere dayalı yönetim uygulamaları, finansal yöneticiler tarafından teklif edilmeli, uygulama süreci üst düzey yönetim kademeleri tarafından başlatılmalıdır.¹¹⁴ EVA sisteminin başarısı için firmanın bir kazanma stratejisi ve uygun bir organizasyon yapısı olmalıdır. EVA aşamaları: İlk olarak firma kültürünün değişmesi gereklidir. İkinci olarak, yönetim kurulu onayı ile EVA ölçüm merkezlerinin hangi şekilde tanımlanacağı ve EVA'nın nasıl hesaplanacağı yer almalıdır. Önce muhasebe düzeltmelerinin neler olacağı, EVA'nın hangi sıklıkta hesaplanacağı, departmanlarla ilgili sermaye maliyetinin mi kullanılacağı, yönetim kurulu ödüllendirme sistemi kararlaştırılmalıdır. Üçüncü aşamada ayrıntılı uygulama planının geliştirilmesi ve son aşamada eğitim programının başlatılması sıralanmıştır. Yöneticilere verilecek teşviklerle ilgili performans ölçümünün hisse senedi fiyatı yerine, yöneticilerin firmaya olan katkılarına dayanılarak hangi ölçütlerle ortaya konulabileceği belirlenir.¹¹⁵

2.6.5.4. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI – Cash Flow Return on Investment) ise yıllık bazda hesaplanarak hissedar için oluşturulan değere göre farkını ortaya koyar. Holt Value Associates tarafından geliştirilmiştir. Bir piyasa değeri veya yatırımcı getirisi ölçüsü değildir. CFROI, enflasyona göre düzeltilmiş reel getiri ölçüsüdür, nominal getiri

¹¹¹ Copeland, Koller ve Murrin, a.g.e., s.59

¹¹² Fernandez, Pablo, *Three Residual Income Valuation Methods And Discounted Cash Flow Valuation*, Research Paper, No487, January 2003, s.3, 5

¹¹³ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s.249

¹¹⁴ Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, a.g.e., s.74

¹¹⁵ Garvey ve Milbourn, a.g.e., s.2

ölçüsü değildir. Enflasyona göre 3 noktada düzeltme yapılabilmesi en önemli özelliğidir. İlk olarak parasal varlıkları elde tutmanın getirisinde, ikincisi duran varlıklarda ve üçüncüsü stoklarda düzeltme yapılabilmektedir. Bu sayede enflasyon oranlarındaki değişikliklerden etkilenmeden, farklı zaman dilimleri arasında ve ülkeden ülkeye karşılaştırmalar yapılabilmektedir.

2.6.5.5. Piyasa Katma Değeri Yöntemi

Piyasa katma değeri (MVA), firmanın piyasa değeri ile sermayesi arasındaki farktır. Firmanın gelecekteki ekonomik katma değerlerinin (Economic Value Added-EVA), iskonto edilmiş şimdiki değeri, firmanın piyasa katma değerini verecektir. EVA yöntemiyle firma değerinin ölçümünde, sermaye üzerinden sağlanan getiri oranı (i) ile sermaye maliyeti (c) arasındaki farkın sermayenin ekonomik defter değeri ile çarpılması sonucunda elde edilmektedir.

$$EVA = (i-c) * Sermaye$$

$$EVA = (Getiri Oranı - Sermaye Maliyeti) * Sermaye$$

Örneğin; net dönem karının 500 milyon TL., sermayenin 2 milyar TL. ve sermaye maliyetinin yüzde 15 olduğu bir durumda EVA 200 milyon TL. olacaktır.

$$EVA = (i-c) * Sermaye$$

$$200 \text{ milyon} = (\%25 - \%15) * 2 \text{ Milyar TL.}$$

Faaliyetlerdeki verimliliğin artırılması, firmaya katma değer sağlayacak yeni yatırımların yapılması ve ekonomik olmayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA'yı artıracaktır. Bir firmada, firma değerini yükseltmek için yapılacak her faaliyet yukarıda bahsedilen kategorilerden birisine dahil olacaktır. Başka bir deyişle EVA aşağıdaki durumlarda artacaktır:

1) Var olan sermaye yapısı içerisinde getiri oranının arttırılması; yani daha fazla sermaye kullanılmadan, faaliyet karında artış sağlanması,

2) Sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak yeni yatırımların yapılması,

3) Yetersiz getiri sağlayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi.

Piyasa katma değeri (MVA), firmanın piyasa değeri ile sermayesi arasındaki farktır. EVA ile MVA birbirine bağlıdır. Gelecekteki EVA değerlerinin, iskonto edilmiş şimdiki değeri, firmanın piyasa katma değerini verecektir.

$$MVA = \text{Piyasa Değeri} - \text{Sermaye}$$

$$MVA = \text{Gelecekteki EVA Değerlerinin Şimdiki Değeri}$$

Piyasa katma değeri firmanın geçmişteki projelerinin ne kadar başarılı olduğunu, gelecekteki projelerinin de ne kadar başarılı olacağını ölçen ve firmanın borsa fiyatı hakkında değerlendirme yapma imkanı veren bir ölçüdür. EVA formülünde düzenlemeler yapılarak, piyasa değerine ulaşılabilir.

1. $MVA = \text{Piyasa Değeri} - \text{Sermaye}$,
2. $MVA = \text{Gelecekteki EVA Değerlerinin Şimdiki Değeri}$,
3. $\text{Piyasa Değeri} = \text{Sermaye} + \text{Gelecekteki EVA Değerlerinin Şimdiki Değeri}$.

Formül sonucunda, firmanın borsa değerinin, kullandığı tüm sermayenin üzerine, EVA değerlerinin pozitif olması halinde prim eklenerek, negatif olması durumunda ise çıkartılarak hesaplama yapılacaktır. Ortalama sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlamayı başaran firmaların piyasa değerlerinin üzerinde prim sağlayabileceği söylenebilir.

2.7. Özel Durumlar

2.7.1. Birden Fazla Mal ya da Hizmet Üreten Firmalarda Değerleme

Birden fazla mal ya da hizmet üreten firmalarda (multibusiness) değerlendirme güçtür.¹¹⁶ Önce ana teşekkül alt bölümlere, alt bölümler de diğer alt birimlere ayrılır.

I. Bölümdeki üretilen ürün II. bölümde kullanılmasına karşın, dışarıdan da elde edilebileceğinden iki bölümün ayırım sınırını oluşturmaktadır. Birden fazla mal ya da hizmet üreten firmaların değer tespiti aşamasında, nakit akımlarının hesaplanmasında iki problem vardır;

- Bölümler arasında transfer fiyatlaması; bölümler arası transfer fiyatları piyasa fiyatından farklı ise, transfer fiyatları vergiler de dikkate alınarak piyasa fiyatlarına göre düzeltilmelidir.

- Genel imalat giderlerinin birimler arasındaki dağıtımı; reklam, AR-GE, ulaşım ve iletişim harcamaları, muhasebe, hukuk, bilgisayar, danışman masrafları ve bunların faydalarının dağıtımında birimlerin gelirlerine veya çalışan sayılarına göre dağıtım yapılabilir. Buna karşılık, bölümlerin bağlı bulunduğu ana teşekkülün faydalarının tespiti

¹¹⁶ Yazıcı, a.g.e., Ek1

zor olan bir husus olup, bu faydaları ölçülebilen ve ölçülemeyen faydalar olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Ölçülebilen faydalar: Vergi avantajı sağlaması ve fazla borçlanabilme olanağı.

Ölçülemeyen faydalar: Sinerji, merkezin tecrübesi ve vizyonu, bilgi avantajı¹¹⁷.

2.7.2. Bankalarda Değerleme

Her banka, fonksiyonlar itibariyle genelde üç temel bölüme ayrılabilir: fon toplayan (mevduat toplayan) bölüm, hazine (merkez) bölümü ve ihtisas kredileri bölümü. Fon toplayan bölüm fonları hazineye, hazine de bu fonları ihtisas kredileri bölümüne verir ve ihtisas kredileri bölümü fonları kredi olarak kullanır. Burada; bölümler arasındaki transfer fiyatının tespiti önemli bir konudur. Dışardan değerlendirme işlemi yapanlar için bankanın değerlemesi oldukça zordur. Bankalarda kredilerin kalitesinin tespiti çok güçtür. Ayrıca, kredilerin zamanlama/dönem uyuşmaması bankalarda kar yanılmasına neden olabilir. Bankalarda sigorta fonları, riskli bankalara fayda sağlayan bir durum teşkil etmektedir. Bu hususun da değerlemede dikkate alınması gerekir.¹¹⁸

Özetle banka değerlemesinde şu hususlar dikkate alınmalıdır:

- Kredi ile mevduat dönemlerindeki uyumsuzluk,
- Risk yönetiminin merkezileştirilmesi ve kredi dönemleri ile mevduat dönemlerinin uyuşmaması risk getirir. Riskten korunma tedbirleri alınmazsa riskteki artış kadar sermaye maliyeti artacaktır,
- Sermaye maliyeti,
- Giderlerin bölümlere dağıtımı,
- Sigorta fonlarının riskli bankaların yararına olabileceği,
- Bankanın büyüklüğü; bankanın büyüklüğünün getirileri yanında maliyetleri de dikkate alınmalıdır,
- Banka değerlemesinde dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da, bankaların bilanço dışı kalemlerinin olmasıdır.

Bankaların değerlemesinde en önemli faktörlerden birisi mevduatlardır. Tecrübeler mevduatların değerinin banka değerinin yüzde 40-50'lik bölümünü oluşturduğu yönündedir¹¹⁹.

$$\text{Mevduatların değeri} = C1 * Md + C2 * Mi$$

¹¹⁷ Copeland, Koller ve Murrin, *a.g.e.*, s.315-345

¹¹⁸ Yazıcı, *a.g.e.*, Ek1

¹¹⁹ Guatrı, *a.g.e.*, s.56-65

Md: Normal dolaysız müşteri mevduat miktarı (interbank depozitleri ve yabancı para depozitleri hariç),

Mi: Dolaylı mevduat, menkul kıymetler ve likit varlıklar,

C1: katsayı, genellikle yüzde 10-15 arası,

C2: katsayı, genellikle yüzde 1-3 arasındır.

C1'i etkileyen faktörler:

- Mevduatın karakteristiği, yıllık maliyeti, yatırımları nasıl etkilediği,
- Bankanın karları yatırıma kanalize etme kapasitesi (ödünç verme/ mevduatlar),
- Bankanın etkinliği.

$$BD = AD + M * C$$

BD: Bankanın değeri

AD: Aktif değeri

M: Mevduatlar

C: Mevduat değerlendirme katsayısı

Bankanın kazanma gücü normalin üzerindeyse (Goodwill/şerefiye) aktif değeri yukarı, tersiyse (Badwill) aşağı düzeltme yapılır.

$$\text{Yıllık şerefiye veya badwill} = (R - i * BD)$$

i: Banka sistemindeki ortalama getiri,

R: Yıllık gelir,

BD: Bankanın değeri,

$$\text{Şerefiye sonsuzsa değeri} = (R - i * BD) / i$$

$$\text{Belli bir yıl (n) ise} = ani * (R - i * BD)$$

ani: n yıl süre ile elde edilen 1 TL. 'nin bugünkü değeridir.

Ayrıca, ülkede banka kurulması zorlaştırılmış ise; banka kurmak isteyenler bu isteklerine, kamu bankalarını normal değerlerinin çok üstünde satın alarak ulaşmak isteyebilirler. Yani, bankaların normal değerlerinden, şerefiye diyebileceğimiz bir değer kadar fazla fiyat vereceklerdir.

2.7.3. Sigorta Şirketlerinin Değeri

Sigorta şirketlerinde prim portföyünün değer tespiti önemlidir. Sigorta firmasının değerinin formülü şöyle yazılabilir¹²⁰.

$$SD = NAD + \text{toplam } P * c + G$$

NAD: Net aktif değer,

P: Prim değeri,

G: Şerefiye,

c: Sigorta prim katsayısı.

İtalya'da sigorta firmaları için prim katsayısı olarak; otomobil sigortasında 0,5 - 0,8, hayat sigortasında 1,2 - 1,5 , diğer sigortalarda ise 0,8 - 1,2 kullanılmaktadır.

2.7.4. Şirket Değerlemesinde Özel Durumlar

Makine ve cihazların satılmasında işleyen teşebbüs değeri kullanımında maliyet, piyasa ve gelir yaklaşımları kullanılır. Maliyet yaklaşımında yerine koyma ve yenileme maliyetleri kullanılır. Tarihi maliyette geçmiş, yenileme maliyetinde cari Pazar fiyatları kullanılır.¹²¹ Piyasa değeri piyasadaki satış fiyatını esas alması sebebiyle en doğru yöntemdir ancak maliyet yöntemine göre daha çok düzeltme ister. Maliyet değeri birikmiş amortismanların çıkarılması ile bulunabilir. Gelir yaklaşımında varlıkların ekonomik ömürleri boyunca elde edilecek beklenen gelirlerden yararlanılarak hesap edilen, en yüksek değeri veren yöntemdir. Şirket gayrimenkullerinin değerlemesinde; emlakçıların alanın niteliği, belediye ve hükümet tarafından yapılan arazi planları ve emlak kanunları gibi bilgi ve tecrübelerinin farklı olması sebebiyle sonuçlar şirket değerleme uzmanlarının sonuçlarından farklılıklar göstermektedir.

Şerefiye, şirketin bütün olarak satın alınması karşılığında ödenen bedel ile net aktif değer arasındaki farktır.¹²² Şerefiye karşılığı bir bedel ödenirken, satın alınan işletmenin sağladığı fazla karın gelecek yıllarda da devam edeceği varsayılmaktadır.¹²³ Gelecekte elde edilecek fazla karın, bir oran ile kapitalize edilmesiyle bulunur. Azınlık hisselerinin değeri sadece gelecekteki kar paylarının bugünkü değeridir.¹²⁴ Azınlık hissesi; çoğunluk kontrolünde, şirket politikasını kuran ve günlük işleri yürüten yönetim kurulu hareketlerini kontrol edemeyen hissedir. Azınlık hisselerinin dezavantajı, çoğunluk

¹²⁰ Guatri, a.g.e., s.124-125

¹²¹ Yürüdü, a.g.e., s.64

¹²² Alesander, David, *Financial Reporting*, London, 1994, s.329

¹²³ Yürüdü, a.g.e., s.67

¹²⁴ Glower, Amsia, *Valuation Of Unquoted Shares*, London, 1985

hissedarın sağladığı imkanları kendisine sağlayamamasıdır. Azınlık hissedarını risklerden korumanın yolları; halka açık şirketlerden hisselerini likidite edebilmesi, ana sözleşme kısıtlamaları veya çoğunluk onayı gibi çeşitli anlaşmalarla hak ve kısıtlamalara sahip olması ve şirket birleşmelerinde uygulandığı şekliyle değer biçme hakları vardır. Mahkemelerin de azınlık hissedarını koruma yaklaşımları vardır. Halka açık şirketlerin hisse senedi fiyatları kontrol eksikliğini yansıtır. Deneysel çalışmalarda %30 kontrol primi oranı görülmektedir.

Karpayı iskonto yönteminde gelecekteki kar payları tahmin edilmeye çalışılmakta ve iskonto oranı ile indirgenmektedir. Kar paylarının kurum karına paralel seyir izlemesi beklenir. Hissenin değeri; hisse başına beklenen brüt karın gerekli getiri oranına bölümü ile beklenen büyüme oranının farkına eşittir. Kar payı ödemeyen şirketler için eğer kar dağıtım kararı verselerdi, ne kadar kar payları dağıtacakları faraziyesine dayanmaktadır. Portföy yatırımları dışında birey işin içyüzünü bilen kişidir ve hisseler bir hissedardan diğerine transfer edilir. Fiyat kazanç oranı; menkul kıymetlerin alım satımında bir yatırım analiz ve değer takdir aracı olarak yaygın olarak kullanılmaktadır. Çok az sayıda insan kar payı için borsaya kayıtlı olmayan firmalara yatırım yapar.

Birleşme ve devralma yanında özelleştirme ile çok faaliyetli şirketleri kapsamaktadır. *Şirket birleşmeleri*; konsolidasyon, hisselerin ele alınması veya şirket varlıklarının alınması şeklinde gerçekleşebilmektedir. Aynı sektörde birbirine rakip şirketlerin birleşmelerine yatay birleşme, birleşen şirketlerin bir malın üretim zincirinde birbirini takip eden basamaklarda bulunmaları durumunda dikey birleşme ve birbirleri ile ilgili olmayan sektörlerde faaliyet göstermeleri durumunda holding çatısı altında birleşmeden bahsedilir. Birleşmelerde yaratılan değeri; iş stratejisinin taşıdığı değer, anlaşma ile elde edilen değer ve ele geçirme sonrası yaratılan değerden oluşmaktadır. Fiyat liderliği, farklılaştırma, rekabet avantajı yanında şirket aktif ve pasifini değerlemek ile sinerji ve maliyet azaltmaları gibi değerler yaratılır.¹²⁵ Birleşme ve devralmalarda yatırım; alış fiyatları ve işlem masrafları, entegrasyon ve oyalanma maliyetleri, gelecek yatırımlar, zaman yatırımından oluşmaktadır. Hedef şirketin seçiminde etkili olan kriterler¹²⁶; düşük değerlenmiş şirketi görece ucuza almakta, faaliyet konusunu farklılaştırma ile ilişkisiz alanlara girmekte, işlevsel sinerji ile zaafiyet gösterdiği alanlardaki güçlü şirketi ele geçirmekte, finansal sinerji ile borçlanma kapasitesini artırmakta veya vergi avantajı sağlamakta, kontrol motivasyonu ile kötü yönetilmekte

¹²⁵ Grundy, Tony, Johnson, Garry ve Scholes, Kevan, *Exploring Strategic Financial Management*, Prentice-Hall, Europe, 1998, s.145

¹²⁶ Damodaran, Aswath *Corporate Finance*, John Wiley & Sons Inc., 2001, s.835.

olan şirketi kara geçirmektedir. Şirketin değerlemesinde, kontrol ve sinerji değerlemesi yapılmalıdır. Sinerji olarak; gelir artışları yanında gider ve vergi azalışları ile sermaye maliyetinde düşüş dikkate alınmalıdır.

Özelleştirmenin temel amacı; devletin asli görevlerine yönelmesi ve rekabete dayalı piyasa ekonomisinde sermaye piyasalarının geliştirilerek atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılmasıdır. Başlıca özelleştirme yöntemleri olarak; kiralama, işletme hakkının devredilmesi, gelir ortaklığı modelleri, varlık ve hisse satışı olarak sayılabilir.¹²⁷ Hisse satışı yöntemleri ise blok satış, halka arz, çalışanlara satış, borsada satış, uluslararası arz, yatırım fonlarına satış ve yöntemlerin birleşimidir.

Çok faaliyetli şirket değerlemesinde; faaliyet birimlerinin ayrı değerlemeleri ile yeniden yapılanma ile ilgili fırsatları göstermesi açısından da faydalıdır.¹²⁸ Bir şirketin DCF değeri, mesela yönetimin açıklamadığı iyi haberler dolayısı ile piyasa değerinden yüksek olabilir. Çok faaliyetli bir şirket değerlemesinde, birbirleriyle önemli sinerji yaratmayan ayrıştırılabilir yapıların herbiri faaliyet birimi olarak tanımlanır. Genel merkez maliyetleri gibi ortak maliyetler mümkün olduğunca birimlere dağıtılır. Faaliyet birimlerinin verileri toplanamıyorsa benzer halka açık şirketlerin göreceli verileri kıyas ölçüsü olarak kullanılır. Faaliyet birimlerinin ve genel merkezin ayrı nakit akımları, vergi oranları, ayrı sermaye yapısı ve sermaye maliyeti ile indirgenir. Bölümlerin risklerinin ve betalarının hesaplanmasında yöneticilerin yorumları veya halka açık şirket bilgileri kullanılır. İçsel iyileştirmeler dışında faaliyet birimleri alternatif kullanımlarda daha değerli olabilirler.

2.8. Türkiye'deki İştirak Satış Uygulamalarında Değerleme

2.8.1. Değerleme Sorunları

Özellikle değerlendirme ve fiyatlama ile ilgili politika ve stratejilerin belirlenmemiş olması, yoğun tartışmalara neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde değerlendirme işlemleri, gelişmekte olan ülkelere nazaran daha sorunsuz olmaktadır. Çünkü, gelişmiş ülkelerde güvenilir bir kayıt sistemi, uluslararası standartlara uygun bir muhasebe sistemi, gelişmiş sermaye piyasaları ve çoğu sektörde hisseleri borsada işlem gören birden fazla firma bulunmaktadır. Ayrıca bu ülkelerde, geçmişe ait güvenilir veri bulma sorunu yaşanmamaktadır.

¹²⁷ T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, *Türkiye'de Özelleştirme*, Basın ve Halkla İlişkiler Daire Başkanlığı, 15 Mayıs 2002, s.22

¹²⁸ Copeland, Koller ve Murrin, a.g.e., s.327

Herhangi bir satış işleminin değerlendirilmesinde, değerlendirme, fiyatlama, zamanlama, arz ve talep durumu gibi faktörlerin bir bütün olarak dikkate alınması gerekmektedir. Bu faktörlerin iyi bir bileşiminin yapılmaması çeşitli sorunları beraberinde getirmektedir. Değerlemede satış işlemleri ile ilgili temel sorunların fiyatlamadan mı yoksa değerlemeden mi kaynaklandığı tam olarak bilinmemektedir. Genel sorunlardan bir diğeri de, iskonto oranının belirlenmesidir. Bu oran büyük ölçüde subjektif kararlardan etkilenmektedir. Enflasyonun tahmin edilememesi, döviz kurlarının değişken olması, piyasadaki beklentiler ve fonların ödenmeme riski gibi nedenler iskonto oranının tahminini zorlaştırmaktadır.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, F/K oranı, PD/DD oranı gibi piyasa çarpanlarının elde edilmesi ve firmalar arası karşılaştırmalar yapılarak firma değerinin tespit edilmesi mümkün olabilmektedir. Karşılaştırmaların yapılabilmesi için; arz, talep, sermaye piyasası ve mülkiyet açısından benzerliklerin olması gerekmektedir. Bu benzerlikler olmadan yapılan karşılaştırmaların sağlıklı olmayacağı düşünülmektedir. Ancak, Türkiye’de borsanın tam gelişmemiş olması, aynı sektörde faaliyette bulunan firmaların hisse senetlerinin çok azının İMKB’de işlem görmesi, bu tür bir yaklaşımı olanaklı kılmamakta ve bu durum da değerlemelerde sorun oluşturmaktadır.

Piyasaların gelişmemiş olması tespit edilen değer düşük belirlenmesine de neden olabilecektir. Çünkü, sermaye piyasası ne kadar gelişmiş ise menkul kıymetlere talebin de o kadar yüksek olacağı beklenmektedir. Diğer taraftan, Türkiye’de bağımsız denetim ve değerlendirme faaliyetleri yeterince gelişmemiştir. Bu nedenle, değerlendirme yöntemleri, ilkeleri ve değerlendirme ile ilgili literatürün istenen seviyede olmaması, değerlendirme işlemlerinin sağlıklı ve kamuoyunu ikna edecek şekilde yapılmasını zorlaştırmakta, doğru değere ulaşmayı engellemektedir.

Özel sektör kuruluşlarında aracı kuruluşlar yüklenim (underwriting) yaptıkları için firmaların değerini mümkün olduğunca düşük tutmaya çalışmaktadırlar. Aksi takdirde satılamayan hisse senetlerinin yükü kendilerinde kalacaktır. Kamu kuruluşları için ise böyle bir şey sözkonusu olmadığı için düşük fiyatlamaya yapılmayabilecektir.

2.8.2. Değerleme Yöntemlerinin Genel Değerlendirilmesi

Türkiye’deki denetim ve danışmanlık hizmetleri özellikle şu faaliyetleri kapsamaktadır: Gelir tabloları ve bilançoların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre hazırlanması. Mali tabloların denetiminin yapılması ve bu tabloların Türkçe ve İngilizce hazırlanması. Halka arz, blok satış hazırlıkları ve halka arzda yüklenim

(underwriting) ücreti. Satış sonrası devir bilançolarının çıkarılması. Satış alternatiflerinin hazırlanması. Enflasyon muhasebesinin yapılması. İşgücü analizi. Özelleştirmenin sektöre etkileri. Kuruluşların değer tespitlerinin yapılması.

Genellikle, blok satışı, tesis satışı veya halka arz yöntemiyle iştirak satışlarında değerlendirme ve fiyatlama yapılmaktadır.

Kullanılan Değerleme Yöntemlerinin Dağılımı¹²⁹: Türkiye'deki sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması ve buna bağlı olarak, borsada işlem gören benzer firmalara ait hisselerin sınırlı sayıda olması nedeniyle, bazı raporlarda piyasa çarpanları (F/K, PD/DD ve F/NA oranı yöntemi) hiç uygulanmamış, Türkiye'de yapılan bir çalışmaya göre, Türkiye'deki yatırım analistleri tek bir yöntemde yoğunlaşmamaktalar, değişik değerlendirme yöntemlerini kullanmaktalar. En çok kullanılan yöntem olarak ise, piyasa çarpanları yöntemleri olurken, İNA ve temettü verimi yöntemlerinin az kullanıldığı saptanmıştır.

Karşılaştırmanın yapılabilmesi için; arz, talep, sermaye piyasası ve mülkiyet açısından benzerliklerin olması gerekir. Bu benzerlikler olmadan yapılan karşılaştırma sağlıklı olmayacaktır. Türkiye'de borsanın tam gelişmemiş olması, aynı sektörde faaliyette bulunan firmaların hisse senetlerinin çok azının İMKB'de işlem görmesi, değerlendirme sorunlarından birisini teşkil etmektedir.

Satış yönteminin belirlenmesi, satılacak firmaların değerlemesi ve fiyatlaması açısından önemlidir. Belirlenecek satış yöntemine göre değerlendirme yöntemleri farklılık gösterebilecektir. Blok satışlarda ve karlı olan firmalarda İNA yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemleri (F/K oranı, F/NA oranı gibi), zarar eden ve faaliyetlerine devam etmesi zor olan işletmelerde tasfiye değeri veya net aktif değeri, halka arzlarda temettü verimi yöntemi ve F/K oranı yöntemi daha çok dikkate alınan yöntemler olarak görülmektedir.

Alıcının amacı, gelecekte gelir elde etmek yanında piyasadaki payını artırma olabilir. Bazı yeniden yapılanmalar sonucu firma değeri daha fazla bir değere ulaşacaksa, bu hususların da firma değerlemesinde dikkate alınması gerekir.

İhtiyaç duyulan yeniden yapılanma; fiziki yeniden yapılanma, finansal yeniden yapılanma ve insan gücünün yeniden yapılanması olarak üç bölümde incelenebilir. Firmanın faaliyetlerinin parçalara ayrılması, karlı olmayan birimlerin kapatılması ve firmanın yer değiştirmesi *fiziki yeniden yapılanmadır*. Borçların silinmesi, borçların vadelerinin uzatılması, firmaya düşük faizli borç verilmesi ve bilanço kalemlerindeki

¹²⁹ YAZICI, a.g.e., Bölüm 1- 3.2

ihtilaflı kalemlerin düzeltilmesi *finansal yeniden yapılandırmayı* oluşturur. *İnsan gücünün yeniden yapılanması* ise, işe alma ve işten çıkarma hukukunun düzenlenmesi, toplu sözleşmelerin nasıl yapılacağı, personelin eğitilmesi ve fazla olan personelin işten çıkarılması gibi konuları kapsamaktadır.¹³⁰

Devir alma işlemlerinde, az ortaklı ve halka kapalı şirketlerde net gelir ve serbest nakit akış yöntemleri olabilir, çünkü ortaklar kar payı yerine dönemsel net kar veya serbest nakit akımları ile ilgilenmektedirler. Ayırıştırarak satış planlanması durumunda da Pazar veya yeniden inşa değerleri dikkate alınmaktadır.¹³¹

Firma değerini artırıcı uygulamalar hissedarlar, müşteriler ve çalışanların beklentilerini karşılayacak uygulamalar yapılmalıdır. Firma hissedar değerini geri plana iterek ürünlerini değerinin altında satarak hissedarlardan müşterilere bir değer aktarımı yapabilir. Değere dayalı yönetimin önem kazanması, bilişim teknolojilerindeki gelişmeler, piyasaların globalleşmesi ve özel sermayenin artışından etkilenmiştir. Değere dayalı yönetim avantajları; ortak kavramların oluşturulması, değer yaratan unsurlara odaklanılması, performans değerlendirmede kullanılabilmesi, uygun kaynak tahsisi ve sermaye yapısı sayılabilir. Dezavantajlar ise karmaşık olması, zor hesaplamalar sebebiyle teorik boyutta kalabilemsi ve bir maliyetinin olması sayılabilir.¹³²

Bir işletme veya kuruma ihtiyaç duyduğu kaynakların çeşitli yerlerden temin edilmesi ile nakit akımlarındaki dalgalanmalar ve gecikmelerin analiz edilmesidir. Şirket (proje) değerlemesinde sadece karlı seçeneklerin dikkate alınması eksik bir yaklaşım olacaktır. Karlı olan bir seçenek finansal açıdan uygun olmayabilir. Bu nedenle, projelerde likitide analizlerinin yapılmalı ve bu analiz nakit sıkıntısının varlığına işaret ediyorsa, nakit sıkıntısının giderilmesi için çözüm üretilmelidir.

Değerleme konusunda geliştirilecek genel kriterler, değerlemenin mümkün olduğunca sorunsuz olmasına katkıda bulunacaktır. Geliştirilecek değerlendirme kriterleri vasıtasıyla firmaların ve varlıkların değer tespitlerinin en az hatayla yapılması sağlanacaktır.

- Her değerlendirme kendine özgü şartlara sahiptir ve diğerlerine benzemeyeceğinden her uygulamayı kendine özgü şartlarda değerlendirmek gerekir.

- Genel kabul görmüş standart bir değerlendirme formülü bulunmamaktadır. Ancak, hedefe en kısa zamanda ve en uygun bir şekilde varılmasına yardım edecek genel ilkeler belirlenmelidir.

¹³⁰ Yazıcı, a.g.e., bölüm 1- 6.1.2

¹³¹ Sarıkamış, a.g.e., s. 148, 255

¹³² Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, a.g.e. , s.16-26

- Firmaların iyi bir muhasebe sisteminin olması değerlemenin sağlıklı ve hızlı yapılarak özelleştirmenin başarılı olmasını sağlayacaktır. Bu nedenle, kuruluşların muhasebe sistemlerinin, değer tespiti yapılmadan bağımsız denetimden geçirilmesi faydalı olacaktır.

- Şirket değerini tespit ederken en az iki değerlendirme yöntemi kullanılmalıdır. Kullanılacak yöntemlerin seçiminde ise firmanın özelliği, sektörün özelliği ve özelleştirme yöntemleri dikkate alınarak güvenilir bir yöntem seçilmelidir. Değerleme yönteminin güvenilirliği, değerlendirme sonucunun doğru olması değil, değer tespiti yapılacak olan firma için en uygun değerlendirme yönteminin kullanılmasıdır.

Yöntemlerin güvenilirliği hususunda şöyle bir genelleme yapılabilir;

- Blok satışlar için İNA yöntemi,
- Halka arzlarda piyasa çarpanları (F/K, PD/DD ve F/NA oranı) ve temettü verimi yöntemi,
- Zarar eden, rantabl çalışması zor olan ve arsa/arazi değeri yüksek olan firmalar için tasfiye veya net aktif değeri,
- Karlı olan firmalar için İNA ve piyasa çarpanı yöntemleri,
- Azınlık hisse payı halka arz edilecek kuruluşlar için temettü verimi yöntemi.

- Zarar eden kuruluşların, bu kuruluşların geçmiş yıl zararlarını vergiden indirebilecekleri hususu da değer tespitinde dikkate

alınmalıdır. Vergilendirme değerlendirme için önemli bir konudur.

Firmalara ödenecek değer tespit ücreti, değerlendirilen firmanın tespit edilen değerinin veya satış fiyatının belli bir yüzdesi olarak değil, sabit ücret şeklinde olmalıdır. Firmanın finansal yapısı, bulunduğu coğrafi bölge ve değerlendirme yapacak firmanın daha önceden herhangi bir şekilde değerlendirilecek firmayı denetlemesi nedeniyle firmanın yapısını ve firma ile ilgili verileri bilmesi, verilecek ücret teklifini etkileyecektir. Böyle durumlarda, daha düşük fiyata değer tespiti yaptırılması mümkün olabilecektir.

- Ana ortaklık bünyesinde, değerlendirme konusunda uzman kişilerden oluşan daimi bir değerlendirme komisyonu (üst değerlendirme komisyonu) oluşturulmalıdır. Bu komisyon, alt değerlendirme raporlarını inceleyerek nihai değer tespitine karar verip, bu nihai değeri yönetimin onayına sunmalıdır.

- Alt değerlendirme komisyonu değişik disiplinlerdeki üyelerden oluşmalı; bu üyelerin farklı bakış açılarından yararlanılarak değerlendirme faaliyetleri yürütülmelidir. Komisyonunda değer tespit tekniğini iyi bilen, mesleği firma denetlemesi ve değerlendirme olan bir kaç kişi (uygulayıcı ve/veya üniversite öğretim üyesi) olması yeterlidir. Değerleme,

sadece değerleme tekniğini bilmeyi değil, sektörün ve kuruluşun cari ve gelecekteki potansiyel durumunu da bilmeyi gerektirir. Bu nedenle, değerleme komisyonu, kuruluşları ve sektörü iyi bilen uzmanları ve ilgili kuruluş elemanlarını da kapsamalıdır. Farklı disiplinlere sahip kişilerin değerleme komisyonunda yer alması, değer tespitinin sağlıklı olmasını sağlayacaktır. Diğer taraftan, ileri teknoloji gerektiren konularda ihtisas kuruluşlarının yardımına başvurulabilir.

- Satılacak kuruluşlara değer tespit işlemlerini kendilerinin yürütme olanağı verilebilmektedir. Ancak, böyle durumlarda değer tespit komisyonu, kendi çalıştıkları kuruluşun değerini yüksek gösterebilecektir.

Ana ortaklık finansal duran varlığın kar ve zararlarını piramit etkisi sebebiyle bir kaldıraç etkisiyle hissedecektir. Ayrıca bağlı ortaklıklardaki azınlık hakları Ana ortaklığın bazı kararları almasını engelleyebilecektir. Toplumun dikkatini, şüphesini ve tepkisini çekebilecektir. Bağlı ortaklık açısından ise belli küçük gupların elinde toplanan ekonomik güç, bireyler arası dengeli refah açısından sakıncalar doğurabilmektedir. Ana ortaklık bağlı şirketleri yüksek bedelli hizmetler sağlayarak kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebilir. Karlarını fiktif şekilde yüksek göstermeye yol açacak muhasebe uygulamalarına zorlayabilir. Aşırı kar dağıtmaya zorlayabilir. Bağlı ortaklık pay senetleri üzerinde spekülasyon yapabilir, mali sorumluluklarını bağlı şirkete kaydırabilir. Ayrıca ana ortaklık bağlı ortaklıktaki varlıkların değerini olduklarında daha yüksek göstererek bağlı şirketlerden satın almakta veya yeniden değerlemektedir. Özellikle bağlı ortaklık pay senetlerinin ana ortaklığa yüksek değerlerle satılması sonucu sermayede şişkinliğe yol açmakta, ana ortaklıkla ilişkisi olan pay senedi veya tahvil alan veya kredi verenleri yanıltmaktadır. Bağlı ortaklık olması kontrol sağlamada kolaylık yanında gizlilik ve bağımsızlık, riskin dağıtılması ve başarısız firmanın kolaylıkla elden çıkarılması gibi kolaylıklar sağlamaktadır. Birleşmede ise örgütlenme giderleri daha düşük olmakta, faaliyetlerin eşgüdümü daha kolay olmakta, yönetimde mutlak egemenlik sağlanabilmektedir.¹³³

Uygun bir değerleme yönteminin seçilmesi önemlidir. Özellikle halka açık olmayan şirketlerde, değerleme ve fiyatlama her dönemde zor ve tartışmalı bir konu olmuştur. Diğer taraftan, dünyadaki küreselleşmeyle birlikte, yabancı yatırımların önemi giderek artmakta ve firmalar sıfırdan sabit sermaye yatırımı yapma yerine, portföy yatırımları yoluyla firma satın alarak veya birleşerek rekabet güçlerini artırmaya

¹³³ Akgüç, a.g.e., s930-946

çalışmaktadırlar. Firmaların değer tespiti sürecinin incelenmesi ve değer tespiti için kullanılacak objektif kriterlerin geliştirilmesi gerekir.

Satış süreci; satış programına almadan önceki inceleme, satışa hazırlık ve uygulama olarak üç bölüme ayrılabilir. Değerleme, hazırlık aşamasında yapılan bir işlemdir. Satış sürecinde değerlemeyi etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Bunlar arasında, satış yöntemi, sermaye piyasalarının gelişmişliği, satılacak kuruluş ve kuruluşun faaliyet gösterdiği sektör ile ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum önemli yer tutmaktadır. Bütün bu faktörler dikkate alınarak, satılacak kuruluş için en uygun değerlendirme yöntemleri kullanılmak suretiyle kuruluş değeri tespit edilmektedir. Satış sürecinde değerlemenin genel kriterlere göre yapılması, değerlendirme hatalarını en aza indirerek satışın hızlı, etkin ve başarılı olmasını sağlayacaktır.

Piyasaya dayalı değerlemeler piyasadan elde edilen verileri kullanarak ikame prensibini uygularlar. Bu prensibe göre; ihtiyatlı bir kişinin eşit derecede mal veya hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden, zaman, risk ve belirsizlik gibi güçlüklerin olmadığı durumda fazlasını ödemeyecektir. En iyi alternatifin en düşük değeri Pazar Değeridir.

Değer belirlemenin genel bir yoluna değerlendirme yaklaşımı, yaklaşım içerisindeki değer belirlemeye değerlendirme yöntemi, değerlendirme yönteminin adımlarına değerlendirme prosedürü denilmektedir. Pazar temelli değerlendirme yaklaşımları: Emsal karşılaştırma yaklaşımı. Benzer mülklerin satışında piyasa verilerini karşılaştırarak değer takdiri yapar. Gelir indirgeme yaklaşımı. Gelirleri indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. Maliyet yaklaşımı. Bu mukayeseli bir yaklaşımdır. Mülkün satın alınması yerine tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak mülkü inşa edebileceğini dikkate alır. Etkin piyasa koşullarında bütün finansal varlıkların bugünkü değerinin, gerçek değere yaklaşacağı düşünülür. Değerlemede klasik (geleneksel) yaklaşım, şirket karlarını ve nakit akımlarını dikkate alır. Son yıllarda yaygınlaşan değere dayalı yaklaşım ise şirketlerin yarattıkları katma değeri esas alır.

Bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yaklaşımlarını üç ana grupta toplayabiliriz. Maliyet (aktif bazlı) yaklaşımlarına; tasfiye yöntemi, (piyasa kıyaslama) emsal karşılaştırma yaklaşımlarına; karşılaştırmalı denk şirketler yöntemi ve gelir indirgeme yaklaşımlarına; indirgenmiş devamlı nakit akımı yöntemini örnek verebiliriz. Ayrıca opsiyon fiyatlama modeli de özellikle doğal kaynaklar ve patent değerlemesinde kullanılabilir.

Farklı değerleme yöntemlerinden amaca ve şartlara en uygun olan birkaçının birlikte kullanılması önerilmektedir. Zira en uygun yöntemi seçmek ile olabildiğince çok farklı değerleme yöntemlerini kullanarak farklı sonuçları bulup uygun olanı seçmek arasında farklı görüşlerle karşılaşmıştır. Amaca ve şartlara en uygun yöntemi seçmenin zorluğu sebebiyle en azından birkaç yöntemi seçip belli oranda ağırlıklandırarak sonucu belirtmek tutarlılığı artıracaktır.

Yatırım dünyasında yaygın olarak emsal karşılaştırma yöntemlerinden fiyat/kazanç oranı ve mali kuruluşlar için de firma defter değeri kullanılmaktadır. Uluslar arası fon yönetim şirketleri değişik ülkelerdeki faiz oranları, yıllık ekonomik büyüme oranları, muhasebe sistemlerindeki farklılıkları dikkate alarak fiyat/kazanç oranlarını karşılaştırmaktadırlar.

Temel analizde yatırım kararlarının varlıkların gerçek değerleri ile yapılması gerektiğı belirtilir. Mali varlıklara yatırım yapılmasının temel nedeni, bu varlıklardan gelecekte elde edilmesi beklenen nakit akımlarıdır. Hisse senetlerinin gerçek değerinin ana belirleyicileri firmanın gelecekteki büyüme oranı ile nakit akımlarının risklilik düzeyini yansıtan indirgeme oranıdır. Risk ve getiri arasındaki ilişkiyi ele alan faktör modellerinden finansal varlıklarının fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli (APT) kullanılabilir. Değerleme modellerinin en önemli dayanak noktalarından birisi gelecekteki nakit akımlarını iskonto eden faiz oranının tahminidir. Yaygın olarak sermaye varlıklarını fiyatlama modeli kullanılmaktadır. Yüksek enflasyonlu ve ekonomik büyümesi iniş çıkışlı gelişmekte olan piyasalarda CAPM'deki beta katsayısının tahmini çok güçtür.

Ülkelerin kendilerine has özellikleri de dikkate alınarak, kullanılan değerleme yöntemlerinin uygunluğu hususunda aşağıdaki sonuçları çıkarmak mümkündür:

Emsal karşılaştırma yaklaşımında gayrimenkul ile rekabet eden mülklere genel olarak ödenen fiyatların incelenmesi ile Pazar Değerinin sınırları belirlenir. Hakların kıyas konusu mülklerde aynı olmasına dikkat edilmeli, değilse uygun ayarlamalar yapılmalıdır. Pazar verilerinin yeterli olduğu durumlarda ikna edicidir. Emsal karşılaştırmasının güvenilirliği hızlı değişme ve şiddetli çalkantıların olduğu piyasalarda ve nadiren satılan özellikli mülklerin değerlendirmesinde sınırlı kalabilir. Şirketi benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Karşılaştırılan şirketler aynı sektörde olmalı ve aynı ekonomik değişkenlere bağlı olmalıdır. Tipik veri kaynakları; şirketlerin yekpare olarak alınıp satıldığı toplu işlem pazarları, söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve benzer şirketlere ait

sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır. Piyasa çarpanları Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Nakit Akımı, gelişmiş sermaye piyasaları olan ülkelerde hisseleri halka arz edilecek karlı firmalar için uygundur.

Gelir indirgeme yaklaşımında Pazar değeri gelir yaratma kapasitesiyle ölçülür. Değerin gelecekte elde edilmesi beklenen faydalara göre belirlendiği beklentiler ilkesine dayanır. Gelir indirgeme yaklaşımında, beklenen büyüme ve zamanlama, ilişkili riskler ve paranın zaman değeri göz önüne alınarak takdir edilen gelir veya faydaların bugünkü değerini hesaplar. İndirgenmiş Nakit Akımları, istikrarlı ekonomilerde blok satış ve karlı firmalar için uygundur. Temettü verimi; halka arzı yapılacak karlı firmalar ve azınlık payı halka arz edilecek kuruluşlar için uygundur.

Maliyet yaklaşımında arazinin alınması ve eşit faydaya sahip yeni inşa edilmesi veya gecikmeden kaynaklanan aşırı maliyete katlanmadan eskinin uyarlanarak kullanılmasında çıkacak maliyet takdir edilir. Maliyet esaslı yaklaşımda, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. Tasfiye veya Net Aktif Değer zarar eden, arsa ve arazi değeri yüksek olan kuruluşlar için, daha güvenilir yöntemler olarak görülmektedir.

Değerlemede genel kabul görmüş tek bir standart değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Bu nedenle, firma değerinin tespitinde; firmanın faaliyet gösterdiği sektör, firmanın durumu, satış stratejileri gibi faktörler dikkate alınarak birden fazla değerlendirme yönteminin kullanılması, değerlendirme hatasını en aza indirecektir. İstikrarlı bir ekonomiye ve gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde, satışta değer tespiti için genellikle İndirgenmiş Nakit Akımları ve piyasa çarpanları Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Nakit Akımı yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Değerleme uzmanı iki veya daha fazla yaklaşım ve ilgili yöntemden elde edilen göstergeler arasındaki uyumu sağlar. Bu sonuçların ışığı altında, değer tespiti için uygun olan en az iki yöntem kullanıldıktan sonra, sonuçlar; kuruluşun özelliği, satış yöntemi ve bölgesel şartlar gibi hususlar dikkate alınıp ağırlıklandırılma yapılarak ortalama bir değer bulunmalıdır. Satış yöntemlerine göre hangi değere daha fazla ağırlık verileceği de dikkate alınmalıdır.

Satış yönteminin belirlenmesi, satılacak firmaların değerlendirilmesi ve fiyatlaması açısından önemlidir. Belirlenecek satış yöntemine göre değerlendirme yöntemleri farklılık gösterebilecektir. Blok satışlarda ve karlı olan firmalarda İNA yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemleri (F/K oranı, F/NA oranı gibi), zarar eden ve faaliyetlerine devam etmesi zor olan işletmelerde tasfiye değeri veya net aktif değeri, halka arzlarda temettü

verimi yöntemi ve F/K oranı yöntemi daha çok dikkate alınan yöntemler olarak görülmektedir.

Firma hisselerinin halka arzı; Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulması ve hisse senetlerinin satışını ifade eder. Firmalar sermaye piyasalarında fon sağlayarak finansal yapılarını sağlamlaştırmak ya da yeni yatırımlara yönelmek gibi hedefleri gerçekleştirmek amacıyla hisse senetlerini halka arz ederler. Halka arzın başarısı, hisse senetlerinin doğru değerlendirilmiş olmasına ve halka arz fiyatının piyasada kazandıracak düzeyde olmasına bağlıdır. Hisse senedi değerlemelerinde; bir firmanın hisse senedini satın alan yatırımcılar, hem sermaye kazancı sağlamayı hem de kar payı ödemeleri beklerler. Hisse senetlerinin fiyatını belirleyen beklenen nakit girişi ve beklenen nakit girişlerinin riskidir. Beklenen nakit girişlerini ise gelecekte dağıtılacak kar payları ve hisse senedinin fiyat artışı belirlemektedir.

Hisse senedinin değerinin olduğundan daha yüksek belirlenmesi bu hisse senedini alan yatırımcıların servetlerinin başka kişilere transferine neden olur.

Firma değerlemesi; hisse senedinin satılmasına veya yatırım portföyünde piyasada düşük değerle değerlendirilmiş finansal varlık bulundurulmasına karar verilmesinde ihtiyaç duyulur. Hisse senedi değerlemede, pay başına net gelir, beklenen getirideki büyüme ve faiz oranı etkili olur. Hisse senedi değerlemesinin kar paylarından çok kazançlara dayalı olduğu savunulmaktadır. Kazançların belirli bir bölümünün hisse senedi sahiplerine kar payı olarak dağıtıldığı kabul edilmiştir.

Diğer yandan, değerlemenin kim tarafından, ne zaman, nerede, ne amaçla, hangi boyuttaki bir kuruluş için yapıldığı gibi soruların cevabı dikkate alınmadan, düşük veya yüksek değerlendirme yapıldığı konusunda bir yargıda bulunmak doğru değildir. Özel sektör devralmaları ve birleşmelerinde, piyasaya hakim olma ve sinerji etkisinden faydalanmak gibi amaçlar dikkate alınarak, kuruluşun değerinin üzerinde bir fiyat da verilebilmektedir. Alt değerlendirme komisyonu değer tespiti yaparken; kuruluşun satış öncesi değerini artırmanın mümkün olup olmayacağını dikkate almalıdır. Gerçek değere ulaşılmasını, değerlendirme ile ilgili politikalar değil, fiyatlama ile ilgili politikalar etkileyecektir.

Alıcının amacı, gelecekte gelir elde etmek yanında piyasadaki payını artırma olabilir. Bazı yeniden yapılanmalar sonucu firma değeri daha fazla bir değere ulaşacaksa, bu hususların da firma değerlemesinde dikkate alınması gerekir.

İhtiyaç duyulan yeniden yapılanma; fiziki yeniden yapılanma, finansal yeniden yapılanma ve insan gücünün yeniden yapılanması olarak üç bölümde incelenebilir.

Firmanın faaliyetlerinin parçalara ayrılması, karlı olmayan birimlerin kapatılması ve firmanın yer değiştirmesi fiziki yeniden yapılanmadır. Borçların silinmesi, borçların vadelerinin uzatılması, firmaya düşük faizli borç verilmesi ve bilanço kalemlerindeki ihtilaflı kalemlerin düzeltilmesi finansal yeniden yapılandırmayı oluşturur. İnsan gücünün yeniden yapılanması ise, işe alma ve işten çıkarma hukukunun düzenlenmesi, toplu sözleşmelerin nasıl yapılacağı, personelin eğitilmesi ve fazla olan personelin işten çıkarılması gibi konuları kapsamaktadır.

Bir işletme veya kuruma ihtiyaç duyduğu kaynakların, çeşitli yerlerden temin edilmesi, nakit akımlarındaki dalgalanmalar ve gecikmelerin analiz edilmesi gerekir. Şirket (proje) değerlemesinde sadece karlı seçeneklerin dikkate alınması eksik bir yaklaşım olacaktır. Karlı olan bir seçenek finansal açıdan uygun olmayabilir. Bu nedenle, projelerde likidite analizlerinin yapılmalı ve bu analiz nakit sıkıntısının varlığına işaret ediyorsa, nakit sıkıntısının giderilmesi için çözüm üretilmelidir.

2.8.3. Değerleme Raporu

Değerleme raporunun hazırlanma nedeni ve değerlendirme raporunun türü ile değerlendirme uzmanının niteliği, şirket değerinin farklı olmasına neden olabilecektir. Bu nedenle, değerlendirme raporu incelenirken, kim tarafından, hangi amaçla ve nasıl bir değerlendirme raporu hazırlanmış olduğuna dikkat edilmelidir.

Değerlemeci, değerlendirme sürecinde tüm bilgileri toplar, belli amaçlar için tasnif eder. Değerleme raporunda, tüm nicel ve nitel bilgiler sunulur. Bilgiler sunulurken, değerlemeci olabildiğince objektif olmalı, raporu kısa, öz ve bütün bilgileri içerecek şekilde ve önemli noktaları vurgulayarak hazırlamalıdır.

Raporda, hangi bilgilerin değerlemede kullanıldığı açıkça gösterilmeli, tercihlerin ne olduğu ve bunların arkasındaki nedenler ortaya konulmalıdır. Raporda şu analizler yapılmalıdır:

- Sektör analizi,
- Piyasanın karakteristiği ve büyüklüğü,
- Rekabet analizi; temel rekabetçi firmalar, piyasanın bölünebilirliği, fiyatlarla rekabetin durumu, satış ağının yapısı, sektördeki promosyonun özelliği, son zamanlardaki rekabetteki değişiklikler,
- Sektördeki kar marjı ve sektörün büyüme potansiyeli,
- Firma politikaları ve stratejisi,

- Piyasa politikaları ve stratejileri; fiyat, üretim, haberleşme, dağıtım, promosyon politikaları,
- Üretim, teknoloji ve AR-GE politikaları; üretim kapasitesi, makina-ekipmanın büyüklüğü ve demode olma sorunu, AR-GE faaliyetleri sonucu yeni ürünler üretimi,
- Personel politikası ve yönetimi; personelin özellikleri, yaşı, tecrübesi ve personel teşvik politikalarının sektördeki diğer firmalarla karşılaştırılması. İşe alma güçlükleri, işten çıkarma engellerinin ortaya konulması. Yöneticilerin vasıfları, tecrübelerinin analizi,
- Satınalma politikaları; satıcıların monopol olması ve diğer özellikleri analiz edilir,

• Muhasebe dışı veriler açıkça ve kaynakları ile belirtilmelidir. Raporla ilgili ayrıntılı bilgiler de belli bir süre saklanmalıdır. Raporda yapılan çalışmaların hangi tarihte yapıldığı belirtilmelidir. Reel bazda değeri ifade edecek döviz kuru gibi bir gösterge kullanılmalıdır.

• Çalışmanın analizi ve sonucu; raporda kullanılan varsayımlar açık ve net bir şekilde ortaya konmalıdır. Raporun analizi nicel ve nitel yapılmalıdır. Tahmin yapılırken, iyimser, kötümser ve normal olarak üç çeşit senaryo kullanılmalıdır.

• Yapılan değerlendirme sonuçlarında, satış yöntemleri ve firmanın özellikleri dikkate alınarak yöntemlerin ağırlıklı ortalaması kullanılabileceği gibi, uygulanacak satış yöntemine göre hangi değerlendirme yönteminin baz alınacağı da belirtilmelidir.

Ağırlıklandırma yönteminde fiyat / kazanç oranı için ilgili sektör fiyat kazanç oranı ile son iki yıllık pay başına karlar alınarak minimum ve maximum nakit akımları değerlendirilir. Türkiye’de özellikle aracı kurumlar çok yaygın kullanılmaktadırlar.¹³⁴

Değerleme raporları, resmi olup olmamalarına ve hazırlanma amaçlarına göre sınıflandırılabilir. Değerleme raporlarının türü, firma değerini ve yapılan analizleri etkilemesi bakımından önem arz etmektedir. Bu nedenle herhangi bir rapor incelenirken türünün de göz önünde bulundurulması, yapılacak analizin daha sağlıklı olmasını sağlayacaktır.

a) Resmi - Gayriresmi Raporlar

i) Başka bir firmanın devralınması düşünülüyorsa önceden firma hakkında fikir sahibi olmak veya firma yöneticilerinin firmanın durumu hakkında fikir sahibi olmak istemeleri durumunda hazırlanır.

ii) Resmi değerlendirme raporu;

¹³⁴ Ataman, Ümit ve Kibar, Halil, *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*, Türkmen Kitabevi, 1999, s.127

- Profesyonel değerleme uzmanları tarafından daha çok, firma satın alınırken veya birleşme olaylarında ticari amaçlı, bağlayıcılığı olan, profesyonel uzmanların analiz yaparak hazırladığı bir rapordur.

- Bilirkişinin (ekspertiz) hazırladığı değerleme raporu; bu raporlar genellikle mahkemeler tarafından istenilen ve bilirkişiler tarafından hazırlanarak mahkemeye sunulan raporlardır. Ekspertiz raporlarının bağlayıcılığı vardır ve mahkeme kararlarında etkili olurlar.

b) Amaç Bakımından Değerleme Raporu

- i) Bilgi veren değerleme raporları; ilgililere bilgi vermek amacıyla hazırlanan raporlardır.

- ii) Önleyici tedbirler almak amacıyla hazırlanan değerleme raporları; firmanın performansının nasıl olduğunu, aksaklık olan noktalarını ve firmanın potansiyel değerine ulaşıp ulaşılmadığını ölçmek amacıyla hazırlanan raporlardır.

- iii) Pazarlık yaparken fikir edinmek için hazırlanan değerleme raporları; şirket birleşmeleri ve devirleri ile özelleştirmede şirket değerinin tespiti için hazırlanan raporlardır. Bu raporlar, pazarlık yapılırken firma değerinin ne olduğu konusunda taraflara ön fikir vermektedir.

Uygulamalarda, değerleme raporu hazırlama ücreti, kuruluşun faaliyette bulunduğu sektörün yapısı, kuruluşun büyüklüğü, kuruluşun yerleşim yeri gibi özelliklere göre ortalama 1.500 dolar ile 50.000 dolar arasında değiştii belirtilmektedir. Değer tespit ücreti, saat esasına göre, rapor başına ve değer tespiti yapılan kuruluşun satışından yüzde şeklinde veya bunların bileşimlerinden oluşabilmektedir.

- Değerleme yapılırken, sık sık firma yöneticileri ile görüşülmeli, onların fikirlerinden faydalanılmalıdır. Ayrıca ilgili sektörü iyi bilen akademisyen ve uzmanlarla görüş alışverişinde bulunulmalıdır.

- Değerleme raporu açık ve kesin olmalıdır. Raporda anlaşılması zor ifadeler ve hesaplamalar yer almamalıdır. Kullanılan rakamların kaynakları açık bir şekilde gösterilmelidir.

- Değerleme yapılacak firmanın bulunduğu sektör, globalleşen ticari faaliyetler de dikkate alınarak ayrıntılı bir şekilde analiz edilmeli ve firmanın değerlendirilmesine başlanmadan önce Ek Tablo 1’de verilen “Firma Değerlendirme Kartı”¹³⁵ doldurularak buradaki bilgiler ışığında değerleme yapılması hızlanacak ve kolaylaşacaktır. Ancak, büyüme ve enflasyon gibi değişkenler tahmin edilirken, firmanın faaliyette bulunduğu

¹³⁵ Yazıcı, a.g.e., Ek1

sektörün özellikleri dikkate alınmalıdır. Örneğin, firmanın faaliyette bulunduğu sektörde, fiyat artışları enflasyonun her zaman altında oluyorsa veya böyle olması gerekiyorsa bu durumun tahmin yapılırken dikkate alınması gerekir.

- Değer tespit sonuçları; kuruluşun özelliği, özelleştirme yöntemi ve bölgesel şartlar v. b. dikkate alınarak ağırlıklandırılmalıdır. Satış yöntemlerine göre hangi değer dikkate alınması gerektiği alternatifli olarak da belirtilmelidir.

2.8.4. Değerleme Uzmanı

Değerleme raporları, profesyonel değerleme şirketleri, akademisyenler, firma danışmanları ve finansal araçlar (bankalar, aracı kurumlar vb.) tarafından hazırlanmaktadır. Akademisyenlerin ve firma danışmanlarının teorii (temel analiz) daha çok kullandığı, finansal araçların ise daha çok subjektif unsurları işin içine katarak ulusal kültüre ve yerel alışkanlıklara daha çok önem verdikleri görülmektedir (teknik analiz).¹³⁶ ABD, İngiltere ve Kanada'da birinci tür uzmanlar daha çok hakim iken, Avrupa'da ikinci tür uzmanlar hakimdir. Japonya'daki durum ikisinin ortasındadır. Türkiye'deki analistlerin ise, temel analizleri, teknik analizden daha çok kullandıkları görülmektedir. Profesyonel değerleme uzmanı değerlendirme sürecinde çok önemlidir. Değerleme uzmanında şu özellikler bulunmalıdır:

- Muhasebe ve denetim konularında eğitim görmüş olmalı, finansal araçları bilmelidir,
- Finans ve finansal piyasalar hakkında temel kavramları bilmelidir,
- Genel ekonomi, sektör ve ticari politikalar hakkında bilgi sahibi olmalıdır,
- Personel ve organizasyonu analiz edebilmelidir,
- Teknolojik gelişmeler hakkında bilgi sahibi olmalıdır,
- Genel olarak firma değerlemesi konusunda tecrübeli olmalıdır,
- Değerleme hakkında temel kavramları bilmelidir,
- Çalışırken objektif, doğru ve şeffaf olmalıdır,
- Değerleme uzmanı güvenilir olmalı ve fikirlerini mantık silsilesi içinde savunabilmelidir.
- Değerlemeci farklı bir ülkede değerlendirme yapıyorsa, o ülkenin genel ve kültürel yapısı hakkında bilgi sahibi olmalıdır.

Diğer taraftan, muhasebeciler ile değerlendirme uzmanlarını karıştırmamak gerekir. Muhasebeciler, değer tespit işlemlerinde, veri toplama, müşteri ve değerlemeyi etkileyen

¹³⁶ YAZICI, a.g.e., bölüm1- 7.2

vergi konularında değerleme uzmanına yardımcı olurlar. Muhasebeci, değerlemenin ayrılmaz bir parçasıdır ama asli unsuru değildir.

Yapılan gözlemler sonucunda başarılı bir değerleme yapabilmek için değerleme uzmanında olması gereken en önemli faktörün, sektör bilgisi, en önemsiz faktörün ise muhasebe bilgisi olduğu düşünülmektedir.

Başarılı Değerleme Yapabilmek İçin Değerlemecide Bulunması Gereken Önemli Faktörler; 1.Sektör Bilgisi, 2.Hedef (Değerlenecek İşletme) Hakkında Bilgi, 3.Değerlemecinin Tecrübesi, 4.Gayret (Due Diligence), 5.Objektif Tavsiyeler, 6.Muhasebe Bilgisi¹³⁷.

Değerlemenin kim için yapıldığı ve değerlemedeki amaç sonucu etkileyecektir. Firma ortakları; firmaya yatırdıkları tutarın, güvenli olmasını, artmasını, yüksek bir kar payı ödenmesini isterler.Finansal tablolar geçmişe yönelik bilgi verebilirler, geleceğe yönelik bilgi firma değerlemesi çalışmasından elde edilebilir.¹³⁸ Firmaya kredi verenler; firmanın aktifleri karşılığında riski tahmin ederek bu işletmeler için gerekli faiz oranını saptarlar. Finansal tablolardaki varlıklarını piyasa değerine getirmek için düzeltme yaparlar. Mahkeme tarafından bilir kişilere yaptırılan değer tespiti ile isim hakkı, bina ve arsa gibi değerlerin tespitinde tarafsız olan devlet aracılık etmektedir.

- Değerleme uzmanı, değerlenecek firma ile mülkiyet, ticari temsil gibi herhangi bir ilişkide olmamalıdır. Ayrıca, değerleme uzmanları ile eşleri ve birinci derece yakın akrabalarının satılan şirketin hisselerini belirli bir süre satın almaları yasaklanmalıdır.
- Değerleyici, tüm gerçekleri gözönünde bulundurarak, hiç bir gerçeği müşteriden saklamamalıdır. Bütün faktörleri objektif bir şekilde dikkate almalıdır.
- Bir değerleme uzmanı, aynı konuda iki müşteriye aynı kapsam ve derinlikte hizmet veremez. Bu nedenle değerleme uzmanı aynı anda iki firmanın değerlemesini yapmamalıdır.

2.8.5. Türkiye’de Durum

Yüksek Enflasyon Döneminde Yaşanmış olması: Yüksek enflasyon döneminde mali tablolardaki aktifler tahakkuk değerleri ile yer aldıkları için mali tablolardaki gizli yedekleri görmek zordur. Mali tabloların kullanımı hatalı sonuçlar verebilir. Mesela fiyat/kar, piyasa/defter değeri gibi karşılaştırma oranları yöntemi ile firma değer tespiti hatalı sonuçlar üretebilecektir.

¹³⁷ Mullen, Maggie, *Valuation*, Acquisitions Monthly, March 1995, s. 51.

¹³⁸ Chambers, a.g.e., s.17

Sermaye Piyasalarının Geçmişinin kısa ve Halka Açık Firma Sayısının Az Olması: Etkin piyasa hipotezine göre ABD’de piyasaların ancak yarı etkin olduğu varsayılabilir. Avrupa’da bile piyasaların derinliği az ve geçmişi kısa olduğu için güvenilir sonuçlar elde edilmesi zordur. Mesela; Beta hesaplamalarında sonucu etkileyen örneklem büyüklüğü açısından tarihi bilgi ve aynı sektörde Türkiye’de halka açık firma sayısı azdır.

Türkiye’de yapılan birleşme ve devralmalar incelendiğinde varılan sonuçlar; kriz dönemlerinde devralmaların artması ve şirketlerin birleşmelere değil devralmalara yani kontrolünün % 100’üne sahip olmayı tercih etmeleridir.¹³⁹

2.8.6. İmkb’de 2005 Yılındaki Finansal Duran Varlık Önemli Satış İşlemleri

2005 yılında yapılan spk seri: VIII no: 39 finansal duran varlık önemli satış açıklamalarında yaklaşık 50 işlem bildirilmiş olup holding ve yatırım bankalarında işlemlerin yarısından fazlası yer almıştır.

İMKB’de 2005 yılında yapılan finansal duran varlık önemli satış işlemlerinde yöntem olarak sırasıyla ; %30’unda İMKB , %13’ünde değerleme raporu, %13’ünde indirgenmiş nakit akımları, %10’unda net aktif değer, % 4 ünde enflasyon ve %2’sinde ağırlıklı yöntem belirtilmiştir. %27’sinde ise yöntem belirtilmemiştir

Holdingler genellikle değerleme yaklaşımı olarak “İmkb değeri” veya “Değerleme Raporu” yöntemlerini belirtmişlerdir. Açıklamada yöntem olarak standart bir kelime kullanılması yerine genel kabul görmüş değerleme ilkelerine uygunluk seçildiği için spk seri: VIII no: 39 açıklamasında da yöntem standartlara uygun olsa da standart bir terim kullanılmamıştır.

¹³⁹ Sarıkamış, a.g.e., s.99-100

3. SERMAYE PİYASASI KANUNUNDA FİRMA DEĞER TESPİTİ

3.1. Mevzuatımızda Değerleme

Diğer taraftan, *Sermaye Piyasası Kanunu*’nda değerlemenin amacı; kamuyu aydınlatmak, tasarruf sahiplerinin yatırım kararları vermesinde yardımcı olmak ve ilgililerin haklarının korunmasını sağlamak olarak ifade edilmektedir.¹⁴⁰ Ayrıca, borsada hisse senetleri işlem gören şirketlerin gerçek değerlerinin belirlenmesinde, finansal göstergeler etkili olmaktadır. Finansal göstergelerin sağlıklı olabilmesi için de, değerleme hükümlerine göre muhasebe kayıtlarının tutulması gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunundaki Değerleme: Tarihi maliyet; “elde etme maliyeti” ile “net gerçekleştirilebilir değer” veya “rayiç bedel” in düşük olanı ile bilançoda yer alır. *Elde etme maliyeti*; Satın alma bedeli ile buna bağlı olarak yapılan giderlerin toplamından oluşur. *Üretim Maliyeti*; İlk madde, malzeme, işçilik ve üretimle ilgili diğer giderlerden oluşur. *İnşa Maliyeti*; imal ve inşa edilebilen duran varlıklarla ilgili maliyet ve giderler toplamından oluşur. *Net Gerçekleştirilebilir Değer*; “Gerçekleşmesi beklenen satış” bedelinden yapılması gerekli “tamamlama maliyeti” ile “satış giderlerinin” indirilmesi ile elde edilir. *Tamamlama Maliyeti*; Yarı Mamüllerin tamamlanması veya mamüllerin satılabilir hale getirilmesi için gerekli ek maliyetleri ifade eder. *Rayiç bedeli*; değerleme günündeki normal alım satım değeridir.

Şirket devralmaları konusunda da sermaye piyasası kanunun yatırımcıları özellikle de küçük ortakların zarara uğratılmalarını önleme amacına yönelik düzenlemeler yapılmıştır.¹⁴¹ Bu amaçla mahkemece tayin edilen bilirkişi tarafında özsermaye tespit raporu hazırlanmaktadır. Ayrıca Yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi amacıyla tarafların işleme en yakın tarihli finansal durum raporlarının hazırlanmasını istemektedir.

Ayrıca, 19 Aralık 1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan, seri IV, 21 sayılı SPK tebliğine göre; yatırımcının, İMKB’de kayıtlı bir şirketin yüzde 25 veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetimi kontrol edecek hisselerle sahip olması halinde, yatırımcı geri kalan hisseleri de 15 gün içinde, blok alımda ödediği en yüksek fiyattan almak için *çağrıda bulunmak* ve bunları nakit olarak ödemek zorundadır. Ayrıca bir ortaklığın sermayesine ve oy hakkına yüzde 25 ile 50 arasında bir oranda sahip olanlar da herhangi bir 12 aylık süre içerisinde bu oranı yüzde 10 veya daha fazla

¹⁴⁰ Yazıcı, a.g.e., bölüm 3 – 2.1

¹⁴¹ Sarıkamış, a.g.e., s.115

artırdığında, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak için çağrıda bulunmakla yükümlüdür. Kurul gerektiğinde bu konu ile ilgili muafiyet getirebilmektedir.

Özelleştirme Kanunu çıkarılıncaya kadar, özelleştirmede değerlemeye ilişkin hukuki ve kurumsal düzenlemeler istenen seviyede olmamıştır. 4046 sayılı Kanundan önceki kanunlarda değerlendirme konusu ile ilgili dolaylı hükümler sözkonusu iken, 4046 sayılı Kanunda değerlendirme konusuna ayrıntılı olarak yer verilmiştir. Bu Kanununun 18/B maddesinde, değer tespit komisyonunun kurulması, değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme işlemleri ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır.¹⁴²

Özelleştirme Kanunu öncesinde değer tespitleri, daha çok danışman firmalara yaptırılmıştır. Danışman firmalar ise bu değer tespitlerini, genellikle denetim hizmetlerinin bir parçası olarak sunmuşlardır. 4046 Sayılı Özelleştirme Kanununda Değerleme: Değer tespitinin özelleştirmenin en önemli aşamalarından birisi olması nedeniyle, konu ile ilgili düzenlemelerin kanunda düzenlenmeden sadece yönetmeliklerle yapılması eksik bir yaklaşım olacaktır. Bu nedenle, özelleştirmede değer tespitiyle ilgili olarak ilk kanuni düzenlemeler 4046 sayılı Kanun ile yapılmıştır. 4046 sayılı Kanunun 18/B maddesiyle değer tespit yöntemleri, değerlendirme komisyonu ve değerlendirme faaliyetleri ile ilgili hususlar düzenlenmiştir. Kanunda değer tespit yöntemleri; indirgenmiş nakit akımları (net bugünkü değer), temettü verimi, defter değeri, net aktif değeri, amortize edilmiş yenileme değeri, tasfiye değeri, fiyat/kazanç oranı, piyasa kapitalizasyon değeri, piyasa değeri/defter değeri, ekspertiz değeri, fiyat/nakit akım oranı olarak sayılmış ve değer tespitinin de genel kabul görmüş bu değerlendirme yöntemleri kullanılarak yapılacağı ifade edilmiştir.

Vergi hukukunda değerlendirme hükümlerine *Vergi Usul Kanunu'nda* (VUK) yer verilmiştir. Vergi açısından değerlemenin tanımı; “Değerleme; vergi matrahının hesaplanması ile ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespittir” (VUK md. 258) şeklinde yapılmaktadır. Vergi hukukunda değerlendirme takdir ve tespit olarak iki kavramla ifade edilmektedir. *Tespit*, değerlendirilecek iktisadi kıymetle ilgili bir mesnedin, belirtinin olması halinde sözkonusudur. Bir varlığın alış faturasına dayanılarak yapılan değerlendirme bir tespit işlemidir. Gerçek satış bedeli olmayan bir varlığın, emsaline göre satış bedelinin belirlenmesi ise bir *takdir* işlemidir. Takdir yönteminde, bir kıyas ve tahmin sözkonusudur. Vergi hukukunda değerlemenin amacı, adaletli bir vergileme ve vergi alacağının güven altına alınmasıdır. Firma değerinin belirlenmesi açısından Vergi Usul Kanunundaki değerlendirme hükümleri önemlidir. Çünkü, firmanın finansal durumunu

¹⁴² YAZICI, a.g.e., bölüm 3 – 2.2

yansıtan bilançoların değerleme hükümleri dikkate alınarak hazırlanması, firmanın gerçek değerinin tespitini kolaylaştıracaktır. Vergi Usul Kanununda Değerleme: Gerçekleşmemiş kar gösterilemez ancak zarar bilanço'ya yansıtılabilir. En düşük değer ilkesi, stokların cari ve maliyet değerlerinden düşük olanı ile gösterilmesini sağlarken düşük kar gösterilmesine sebep olsa bile mal varlığını korumaya yöneliktir.

Ticari kurallar açısından değerleme *Türk Ticaret Kanununda* düzenlenmiştir. Bu kanunda değerlemenin amacı; işletme sermayesinin işletme sahipleri veya ortakları arasında haksız bir şekilde dağıtılmasını önleyerek, işletme ile ilişkide bulunan üçüncü kişilerin hak ve menfaatlerini korumak şeklinde ifade edilmektedir. Türk Ticaret Kanununda Değerleme: TTK'nun 75/2 Maddesine göre yüksek değerleme ile karı yüksek göstererek sermayenin temettü şeklinde dağıtılmasına engel olmak ve işletmeden alacaklı durumda olanlara kredi verecek olan üçüncü şahısları korumak hedeflenmektedir.¹⁴³

Yukarıdaki kanunlarda yer alan değerleme hükümleri, firma varlıklarının değerlemesiyle ilgilidir. Firma değeriyle ilgili hukuki düzenlemeler ise, bazı kanunlarda yer almaktadır. 233 sayılı *Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun* Hükmünde Karamamenin 38. maddesinde; teşebbüs, müessese, bağlı ortaklık, işletme ve işletme birimlerinin ve iştiraklerinin devir, satış ve işletme haklarının verilme kararının Yüksek Planlama Kurulu (YPK) tarafından alınacağı belirtilmekte ve tasfiye, devir, satış ve işletme hakkı verilmesi işlemine tabi değerlerin teşebbüs hesaplarında kayıtlı değerinin, teşebbüsün veya bağlı ortaklığın sermayesinden indirileceği ifade edilmektedir.

Kanunda, değer tespit yöntemlerinin sayılması yerine “uluslararası kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak optimum (ranta) değere ulaşılması” amacının belirtilmesinin ve değerleme yöntemlerinin ayrıntılarının yönetmeliklerde düzenlenmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, gümrük birliğine hazırlık çalışmaları kapsamında 7 Aralık 1994 tarih ve 4054 sayılı *Rekabetin Korunması Hakkında Kanun* (RKK), çıkarılmıştır. Bu kanunla rekabeti bozucu birleşme ve devralmaların önlenmesi için, oluşturulan Rekabet Kurulundan izin alma zorunluluğu getirilmektedir.

3.2. Sermaye Piyasası Kanununda ilgili tebliğler

¹⁴³ Ataman, Ümit *Genel Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri Cilt 2*, Türkmen Kitabevi, 2005, s. 23

3.2.1. Özel Durumların Kamuya Açıklanması'nda Firma Değer Tespiti

EK1.2 'de de belirtildiği gibi; Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği mevzuatımızın en önemli bölümünü oluşturmaktadır. (20/07/2003 tarih ve 25174 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.) (Seri: VIII No: 39) Bu tebliğe göre:

Amaç: Madde 1 - Bu Tebliğin amacı, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek suretiyle sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamaktır.

Kapsam: Madde 2 – Sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma esasları bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

Madde 5 – Bu maddede belirtilen özel durumların gerçekleşmesi halinde, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya açıklama yapılır. Ancak yapılacak açıklamalar aşağıda belirtilen durumlarla sınırlı olmayıp, yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur.

a) Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne, faaliyetlerine, yatırımlarına, mali yapısına, maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması ilişkin değişiklikler yanında

f- Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler;

1) Edinilen veya elden çıkarılan finansal duran varlıkların alış veya satış bedellerinin Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilanço'daki aktif toplamının % 5 ine ulaşması, başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının % 10 veya daha fazlasının elde edilmesi ya da elden çıkarılması veya tutarı söz konusu oranların altında kalmakla birlikte faaliyeti önemli ölçüde etkileyecek finansal duran varlık edinilmesi veya elden çıkarılması hususlarında karar alınması,

Varsa, finansal duran varlık satışlarından elde edilen karların sermayeye eklenmesine veya gelir olarak kaydedilmesine ilişkin karar alınması,

2) Ortaklıkça finansal duran varlığın sermaye artırımına kısmen veya tamamen katılma veya katılmama kararı alınması,

3.2.2. Uluslar Arası Değerleme Standartları'nda Firma Değer Tespiti

EK1.4 te belirtilen Sermaye Piyasası Kanununda Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in (Seri: VIII No: 45) 1 nolu ekindeki Uluslar arası Değerleme Standartları (UDS) içerisindeki özellikle firma değer tespiti konusundaki kısımların ingilizce ve türkçe metinlerdeki kavramların karşılaştırması ve özeti EK4'te bulunmaktadır.

3.3. Türkiye Muhasebe Standartları'nda Firma Değer Tespiti

Türkiye Muhasebe Standartları'da (TMS) Firma Değer Tespiti Hakkında Tebliğlerden İlgili Bölümler EK5'te bulunmaktadır.

4. UYGULAMA

4.1. XYZ A. Ş Firma Değerleme Raporu

Bu değerleme raporu Ek2.1'deki Değerleme Raporunun Kamuya Açıklanması 4982 Sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu çerçevesinde Ana ortaklıktan temin edilebilir.

Raporu Hazırlayan Kurum Ünvanı: Değerleme Şirketi. Adresi: C Cad. No: 3/2 Semtc İstanbul Tel: 212 1234567 Faks: 212 2345678

Değerleme Yapılan Şirketin Ünvanı: XYZ A. Ş. Faaliyet Konusu: Bilişim Alanında Mağazacılık. Adresi: B Sok. No: 4/3 Semtb İstanbul Tel: 212 3456789 Tarih: 30. 02. 2005

4.1.1. Değer Tespit İşlem Aşamaları

Görev almadan;

- Görev tanım, amaç, yetkinlik, değerleme ücreti belirlenir.

Görev aldıktan sonra;

- Değerleme amaç ve kapsam belirlenir.
- Mülkiyet ve haklar tanımlanır
- Varsayımlar belirtilir

Müşteriden istenecekler;

- Bilanço, gelir fon ve nakit akım tabloları alınır.
- Varsayımlara göre hesaplamalarda kullanılacak vergi, enflasyon büyüme oranı, indirgeme katsayısı ve belirli sabit bilgiler gibi faktörler alınır.
- Borsa bülteni, ekonomik ve sektörel durum ve gelecekteki beklentileri yansıtan raporlar alınır.
- Farklı yaklaşım ve yöntemler seçilir, ağırlıkları belirlenir.

İndirgenmiş Nakit akımları yöntemi hesaplamaları;

- Aktif, pasif, gelir satışlara göre oranlar tabloları oluşturulur.
- Oranlar incelenir, ilgilenilen oranlar seçilir, gerekli düzeltmeler yapılır.
- Satış tahminleri alınır, satış tutarları belirlenir, satışlara göre proforma tablolar oluşturulur

Emsal Karşılaştırma hesaplamları;

- Borsa'da karşılaştırılabilir şirket seçilir ve gerekiyorsa düzeltme yapılır
- Emsal karşılaştırma yapılır

Rapor aşamaları;

- Ağırlıklandırma ile nihai değer hesaplanır
- Değerleme aşamasındaki tüm çalışmalar değerleme raporunda belirtilir.

- Özellikle değerin Pazar değeri olup olmadığı, varsayımlar ve kullanılan değerlerin kaynakları belirtilir.
- Değerleme uzmanı yetkinliği ve müşteri ile ilişkisi belirtilir.

4.1.2. Raporun Amacı ve Kapsamı

4.1.2.1. Raporun Amacı

Bu değerleme danışmanlık raporu ABC A. Ş. 'nin talebi üzerine, CDE Değerleme A. Ş. ile XYZ A. Ş. arasında akdolan 30. 02. 2005 tarihli değerleme sözleşmesi uyarınca hazırlanmıştır.

Bu raporun amacı, ABC A. Ş. 'nin, sermayesine %90 oranıyla 2. 970. 000 YTL iştirakte bulunduğu XYZ A. Ş. ünvanlı şirketin toplam değerinin belirlenmesinde ABC A. Ş. 'nin yönetim kuruluna yardımcı olmaktır.

4.1.2.2. Değerleme Şirketi Cde A. Ş.'nin Beyanı

CDE Değerleme A. Ş. Sermaye Piyasası kurulu'nun 17. 7. 2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı uyarınca; (EK1.1)

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip,

Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu,

Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri kontrol dökümanlara sahip olan,

Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,

Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,

Değerleme çalışmasının talep eden Şirket ile arasında değerleme hizmeti sözleşmesi bulunan,

Değerleme çalışmasının talpe eden Şirket ile doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,

Bağımsız denetim kuruluşu olduğunu,

Değerlemesi yapılan Şirketin denetimin üstlenmediğini,

Beyan eder.

4.1.2.3. Kapsamı

Çalışmalarımız aşağıdaki hususları içermektedir.

Şirket merkezine yapılan ziyaret ve mali işler müdürü A. B. ile yapılan görüşme,

Bağımsız denetimden geçmiş, 31 Aralık 2004 tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş 2003 ve 2004 yıllarına ait bilanço ve gelir tablolarının gözden geçirilmesi ve tarafımıza verilen belgelerin incelenmesi,

Şirket yönetiminden temin edilen, şirket hakkındaki operasyonel bilgi

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş değerleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme çalışması şirket yönetimi tarafından sağlanan finansal ve diğer bilgiler ile Şirketin 31 Aralık 2003 ve 2004 tarihleri itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarının analizi ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Ayrıca, Şirket için tarafımızdan özel bir mali durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Çalışmalarımızın kapsamı, Şirketin hisselerinin herhangi bir alış ve satış durumu için yeterli olduğuna ilişkin herhangi bir iddiada bulunmamaktayız.

Bu rapor sonuçları başka amaçlı hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre farklılık gösterebilir. Bu nedenler raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan CDE Değerleme A. Ş. veya çalışanları hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapo sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak bilgi için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda CDE Değerleme A. Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

4.1.2.4. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme raporu aşağıdaki “Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullara” tabidir:

1-Bu değerlendirme raporunda tahmin edilen firma değerini de etkileyen duran varlık ve çeşitli aktiflerin kanuni durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren takyidatlar ile bunların güncel değeri ve diğer kanuni konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiş olup bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir. Sorumluluğu tamamen şirket yetkililerine ait olmak üzere yaptıkları açıklamalar ile yetinilmiştir.

2-Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan ve değerlemenin tümü yada bir bölümüne esas teşkil eden bilgilerin güvenilir olduğu varsayılmış ve raporda belirtilenlerin dışında doğruluğu denetlenmemiştir. Bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir teminat verilmemektedir.

3-Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir.

4-CDE Değerleme A. Ş. veya bu raporu hazırlamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya tanıklık yapmaları istenemez.

5-Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun revize edilemesi konusunda bir yükümlülük bulunmamaktadır.

6-Bu rapordaki değer hesaplamalarına temel teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, muvafakatname veya bir kamu veya özel kurumdan alınan yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.

7-Aksi belirtilmedikçe Şirket'i ilgilendiren başta, bulunduğu sektöre yönelik Kanun hükümleri ve bunlara ilişkin mevzuat olmak üzere, tüm kanun ve mevzuata tam uygunluk varsayılmaktadır.

8-Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Değerleme sonucu oluşan değer, değer tarihindeki mali yapıya dayandırılmıştır.

4.1.2.5. Değerleme Kavramları

Gönüllü Alıcı ve Gönüllü Satıcı: Değerlememiz makul piyasa değeri varsayımı üzerine hazırlanmıştır. Bu, gönüllü alıcı ve satıcının satınalma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan Şirket'in değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değeridir.

Şu Andaki Durumun Devam Edeceği Varsayımı: Değerleme çalışmalarımızı gerçekleştirirken Şirket'in şu andaki pozisyonunda ticarete devam edeceğini ve önemli müşterilerini koruyacağını varsaymaktayız.

Değerleme: Bu değerleme raporu, yatırımcıların şirkete yapabilecekleri yatırımın olası değerini göstermektedir. Şirket'in değeri; anlaşmaya varılan kesin fiyat olacaktır.

4.1.3. Şirket ve Sektörün Tanıtımı

4.1.3.1. Mağazacılık Sektörü

XYZ A. Ş. 'nin içinde bulunduğu perakende elektronik ürünler satan mağazacılık sektörü hem rekabetin hızla arttığı hem de son kullanıcıların mağazalardan her türlü elektronik ürünü güvenle temin edebiliyor olmaları nedeniyle gelişen bir sektör durumundadır.

Sektörde son kullanıcılara kaliteli ve ucuz ürün sunmak için doğru marka ve modellerin seçimi uygun tedarikçilerle çalışmayı gerektirmektedir. En son teknolojik ürünleri en uygun fiyat ve taksit seçenekleriyle son kullanıcıların hizmetine sunmak gelişen bilişim sektöründe zorunluluk haline gelmiştir, özellikle kredi kartı ödeme opsiyonlarının (taksitli ödeme seçenekleri) gelişen sektörde önemli yeri vardır.

Dünya çalında büyük mağazaları olan ve satınalmalarını bir merkezden yapan global firmaların Türkiye'deki pazardan pay alabilmek için hazırlıklar yaptıkları bilinmektedir. Yabancı firmalarında pazara katılması ile sektör daha rekabetçi hale gelecek, yeterli mağazası ve ürün grubu bulunmayan küçük mağazalar sadece bölgesel olarak tutunabileceklerdir.

EITO'nun (European Information Technology Observatory) yaptığı dünya ve Avrupa bilişim pazarı araştırma sonuçlarına göre, 2004 yılı itibariyle Amerika'da bilişim pazarındaki büyüme, BT alanındaki talep artışı sonucunda yüzde 2. 9'u bulmuş, Avrupa bilişim pazarı yüzde 3. 4 büyümüştür. Dünyanın geri kalan bölümünde de bilişim pazarının toplam hacmi 2004 yılında 463 milyar avro'dur. Dünya genelinde sektör 1, 959 milyar avro'ya ulaşmış bulunmaktadır.

4.1.3.2. Dünya Bilişim Pazarı

Sektördeki büyüme her yıl artmakla beraber, 2005 ve 2006 yıllarında büyümenin sırasıyla %4. 3 ve %4. 8 oranlarında olacağı öngörülmektedir.

Sektörün %44'ü taşıyıcı hizmetler, %19'u bilgi teknolojileri hizmetleri, diğer önemli kısımları ise %14 ile bilgisayar donanımı segmentlerinden oluşmaktadır.

2004 yılındaki %3'lük büyüme sonrasında 2005 yılında da bütün önemli bilgi teknolojileri ürün gruplarındaki talebin artmasıyla %3. 8'lik bir artışın olması beklenmektedir.

Bilişim pazarında gelecekte hakim olacak alanlara bakıldığında bunun, araçlar, altyapı ve uygulamalar/ hizmetler başlıklarında özetlenmesi mümkündür.

Tüketici eğilimleri açısından bakıldığında ise günümüzde içeriğin önemli bir bölümü CD, DVD veya geleneksel yayın hizmetlerine ulaşmak yoluyla satın alınmaktadır. ABD ve İngiltere'deki kişisel video kaydedici sahipleri üzerinde yapılan

araştırmalar, bu kişilerin zamanlarının yüzde %30'unu kaydedilmiş programlarında geçirdiklerini göstermektedir.

Kurumsal kullanıcılarda bu eēilimler internet ve mobil dünya ieriēine erişimi saēlayan mobil cihazlar üzerine yoēunlařmaktadır. Kurumsal pazarın büyümesini etkileyecek noktalar ise, mevcut evrimii içerik ve kalitesinin büyümesi, kurumsal uygulamaların evrime uēraması ve daha çok kabul görmesi, kişisel mobilitenin artması şeklinde sıralanmaktadır.

4.1.3.3. Türkiye’de Bilişim Pazarında Yer Alan şirketler

Türkiye içinde bulunduēu bölge itibariyle hızlı büyüyen pazarlar arasında yer almaktadır. Ülkenin son birkaç yıl içinde yakaladıēı istikrar ve güven ortamın hem yerli hem yabancı yatırımcı açısından dikkat çekici hale gelmesini saēlamıř bulunmaktadır. Genel ekonomide görülen kararlı ve emin büyüme oranları bilişim ve iletişim sektörlerine de yansımaktadır.

2004 yılı Bilişim araştırmasında masaüstü kişisel bilgisayar kategorisinde 202 şirket yer almaktadır. Masaüstü kişisel bilgisayar gelirlerinde 202 şirketin toplam cirosu, 598 milyon YTL olarak gereekleşmiştir. XYZ A. ř. ’nin en büyük ortaēı olan ABC A. ř. yaklaşık 57 milyon YTL cirosu ile bu sıralamada üçüncü sırada yer almaktadır.

4.1.3.4. şirketin Geçmişi ve Faaliyetleri

şirket, 1994 yılında FGH Ltd  nvanı ile IT firmalarına OEM parça daēıtımı ve satışı amaçlı kurulmuştur. 1995-1998 yılları arasında Türkiye’deki daēıtıcı firmalar arasında   nc l ēe kadar yükselmiştir. 1999 itibariyle yapısını deēiřtirerek FGH A. ř. adıyla bayi kanalını tamamen bırakarak maēaza olarak çalışmaya başlamış, 2000 yılından itibaren de XYZ A. ř. isimli maēazalar açmıştır.

şirketin 3 adet satış maēazası bulunmaktadır. Bunlar Ankara’da bir adet ve İstanbul’da iki adettir. Bu maēazalarda ařaēıda belirtilen gruplarda muhtelif markalara ait ürünler perakende olarak satılmaktadır: Bilgisayar, evre birimleri, ev elektroniēi, telefon, oem ve aksesuar.

Herhangi bir gayrimenkule sahip olmayan şirketin maēazaları kiralanmak suretiyle işletilmektedir. şirketin herhangi bir patent, lisans, sınai-ticari, mali vb. anlaşması bulunmamaktadır. şirket yetkilileri, şirketin önümüzdeki dönemlere ait bir yatırım planlarının olmadıēını belirtmişlerdir.

şirketin halen 38 çalışanı bulunmaktadır.

4.1.3.5. Ortaklık Yapısı

Şirketin 3, 300, 000YTL’lik sermayesinde ortaklık dağılımı şöyledir. (şirket yönetiminden alınmıştır)

Ünvanı – Adı Soyadı	Sermayedeki Payı (YTL)	Sermayedeki yüzdesi (%)
ABC A. Ş.	2, 970, 000	90
Birinci Ortak İsmi	297, 000	9
Diğer Ortaklar	33, 000	1
Toplam	3, 300, 000	100

Tablo2:Uygulama şirketi ortaklık yapısı

4.1.3.6. Organizasyon Yapısı

Şirketin Yönetim Kurulu Üyeleri listesi aşağıdaki gibidir. (şirket yönetiminden alınmıştır)

Ünvanı	İsim ve Soyad
Yönetim Kurulu Başkanı	Birinci ortak ismi
Başkan Vekili	İkinci ortak ismi
Üye	Üçüncü ortak ismi

Tablo3:Uygulama şirketi unvan, isim soyad listesi

Organizasyon şemasına göre şirket yöneticilerin isim ve ünvanları aşağıda gösterilemiştir. (şirket yönetiminden alınmıştır)

İsim ve Soyad	Unvan
Üçüncü ortak	Genel Müdür
Birinci Kişi	Pazarlama Müdürü
İkinci Kişi	Mağaza müdürü
Üçüncü Kişi	Mağaza müdürü
Dördüncü kişi	Mağaza müdürü

Tablo4:Uygulama şirketi şirket yöneticileri

4.1.4. Genelde Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Firma değerlemesinde kullanılabilecek yöntemler şunlardır:

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi: Firmanın değerinin, gelecekte firmanın faaliyetleri neticesinde yaratacağı nakit akışının şimdiki değeri olarak hesaplanmasıdır.

Piyasa çarpanları yöntemi: Borsada aynı sektörde işlem göre şirketlerin ve/veya bunların benzer olanın fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter değeri gibi çarpanlarının firma bilançosunda yer alan değerlere uygulanması ile bulunan firma değeridir.

Düzeltilmiş net aktif değer hesaplama yöntemi: Firma varlıklarının cari piyasa fiyatları ile tespit edilmesinden sonra bulunan değerden bilançodaki yabancı varlıkların düşülmesinden sonra bulunan değer firma değeridir.

Şirket duran varlıklarının ekspertiz değerini içeren bir rapora sahip olmadığımızdan düzeltilmiş net aktif değer hesaplama yöntemi kullanılmamıştır.

Şirket değerinin hesaplanmasında aşağıda sunulduğu üzere indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemi uygulanmıştır.

4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Şirket değerlendirme çalışması için indirgenmiş nakit akımları (Discounted Cash Flow) Yöntemi esas alınmıştır. 2005-2014 yıllarını kapsayan 10 yıllık tahmini satış projeksiyonu hazırlanmıştır. Hazırlanan nakit akım projeksiyonlarına ilişkin hususlar aşağıda sunulmuştur.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, gelecekteki faaliyetleri neticesinde yaratılıp elde edilmesi beklenen net nakit girişlerinin bugünkü değerlerine indirgenmesi ile nakit değerinin hesaplama şeklindedir. İşletme sermayesi dahil bütün yatırımlar ve diğer tüm gelir/giderler nakit esasından dikkate alındığı için tutucu bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir. Bugünkü değer indirgeme ise ülke ekonomisi, işkolu ve şirketin mali durumu dikkate alınarak hesaplanan iskonto oranıdır. Bu yöntem ile ortaklık kontrol primi ve marka değeri gibi şirket değerini etkileyen faktörlerin etkileri de dikkate alınmaktadır. Şirket değerlemeleri için genel olarak en fazla kabul görmekte olan yöntemdir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapılan firma değerlemesi EK3.3’de sunulmaktadır.

4.1.5.1. Değerlemeye Esas Alınan Satış Projeksiyonları

2005-2014 yılları için tahmini satış projeksiyonlarının oluşturulmasında kullanılan veriler özeti aşağıdaki gibidir.

2005-2008 yılları satış projeksiyonları şirket yetkililerince yapılmıştır. Buna göre 2005 yılı satış beklentisi bir önceki yıla göre reel olarak %20 oranında düşmektedir. 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla %20 ve %30 oranlarında artacağı öngörülmektedir.

Sonraki 2008-2014 yıllarında ise tarafımızdan yıllık %3 reel büyüme gerçekleşeceği öngörülmüştür. Buna göre 2005-2014 yıllarına ilişkin satış tutarları YTL cinsinden aşağıda yer almaktadır. (şirket yönetiminden alınmıştır)

Yıl	Satışlar YTL
2005	7, 038, 596
2006	9, 009, 403
2007	12, 162, 694
2008	12, 892, 455
2009	13, 666, 002
2010	14, 485, 963
2011	15, 355, 120
2012	16, 276, 428
2013	17, 253, 013
2014	18, 288, 194

Tablo5:Uygulama şirketi satış tahminleri

4.1.5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Yapılan Değerlemede Kullanılan Varsayımlar

Değerleme çalışmalarında kullanılan finansal projeksiyonlar 2005-2014 tarihleri arasındaki 10 yıllık dönem için hazırlanmıştır.

10 yıllık (satış projeksiyonu dışında) 2005-2014 yıllarına ait tüm bilanço ve gelir tablosu kalemleri, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş ve 31. 12. 2004 tarihindeki alım gücü ile ifade edilmiş 2003 ve 2004 mali tablolarındaki aynı kalemlerin yüzdesel ortalamalarının satışlarına orantısı yoluyla oluşturulmuştur.

Sözkonusu yıllara ilişkin enflasyon oranı, kredi maliyeti gibi veriler tahmin edilmiş ve değerleme YTL bazlı olarak yapılmıştır.

Şirketin projekte edilen yıllarda yatırım yapmayacağı ve yabancı kaynak kullanmayacağı varsayılmıştır.

Nakit sermaye artırımı şeklinde özkaynak girişi yapılmayacağı varsayılmıştır.

Şirkette 2003 yılında yüksek oranlı olağanüstü gider oluşmuştur. Olağanüstü mahiyetteki bu tutarın projekte edilen yıllardaki etkisini gerçekçi kılmak için, 2003-2004 ortalaması olan -0. 12 yerine -0. 10 oranı esas alınmıştır.

Geçmiş yıl zararlarını mahsup imkanı nedeniyle şirketin kurumlar vergisi yükünün düşük olacağı öngörülmüş, bu çerçevede vergi oranı %30 yerine %20 olarak alınmıştır.

4.1.5.3. İskonto Oranı

İlke olarak iskonto oranı varlıkları değerlendirme modeli ile açıklanmaktadır. İskonto oranı şu şekilde tanımlanmaktadır.

$$R = r + C + \beta a$$

R; iskonto oranı,

r; risksiz getiri oranı,

C; ülke riski,

β ; sanayinin riski,

a; sermaye yatırımları için ek getiri oranı,

Değerler aşağıdaki gibi öngörülmüştür:

r: %4 (10 yıl vadeli Amerikan hazine bonusu getirisi)

a: %4 Hisselerin uzun dönem performansı için yapılan değişik çalışmalara göre oran, 1990'lı senelere kadar, Amerika'da %6 ve İngiltere'de %7 olarak belirlenmiştir. Fakat bu ülkelerdeki hisse senedi fiyatlarının şiddetli bir şekilde artması sonucunda bu oran yaklaşık olarak 2-3 %'e düşmüş, son yıllarda ise yine hisse fiyatlarındaki düşüşler sonucu artışa geçmiştir. Türk hisseleri için %4'lük bir oranı uygun bulmaktayız.

β : 1 değerini önermekteyiz

C: Türk Devleti borçlanmalar için genellikle yaklaşık %4-6 arasında ortalama risk primi ödemiştir. "C" için %4'lik bir değer öneriyoruz.

Buna göre;

$$R = \%4 + \%4 + 1 * \% 4 = \%12$$

4.1.5.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değeri

Kullanılan faktörler EK3.2 de yer almaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapılan değerlendirme sonucunda bulunan firma değeri 5, 768, 686YTL'dir. (EK3.3)

4.1.6. Piyasa arpanları Yöntemi

Borsa (İMKB) Ulusal Pazar çarpanlarının veya aynı sektörde işlem gören şirketlerin ve/veya bunlardan benzer olanın fiyat/kazanç, piyasa değeri/defter değeri gibi çarpanlarının firma bilançosunda yer alan değere uygulanması ile bulunan firma değeridir.

4.1.6.1. Değerlemeye Esas Alınan Oranlar

Bu değerlemede, Şirket değerinin hesaplanmasında aynı sektörde işlem gören şirketlerin benzer firma olarak JKL A. Ş. seçilmiştir. Bunun yanında borsayı yansıtmaları açısından, “İMKB Ulusal 100” piyasa arpanları kullanılarak firma değeri tahmin edilmeye çalışılmıştır. (EK3.1)

Değerlemede kullanılan arpanlar, İMKB’nin 30. şubat. 2005 tarihli haftalık bülteninden alınmıştır. (EK3.1)

Kullanılan arpanlar ise şunlardır:

$F/K = \text{Fiyat/Kazanç oranı} = \text{toplam piyasa değeri/son dört 3’er aylık dönemin Net Karlar – Zararlar Toplamı}$

$F/NA = \text{Fiyat/Nakit Akışı Oranı} = \text{Piyasa Değeri / Son dört 3’er aylık dönemin Net Karlar – Zararlar Toplamı + Son dört 3’er Aylık Dönemin Amortisman Toplamı}$

$PD/DD = \text{Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Piyasa Değeri/Özsermaye)}$

4.1.6.2. Piyasa arpanları Yöntemine Göre Firma Değeri

Bu yönteme göre yapılan çalışmada “İMKB Ulusal 100” arpanları ortalaması ile JKL A. Ş. Çarpan değerleri ortalaması ayrı ayrı bulunmuştur. (EK3.1) “İMKB Ulusal 100” arpanları ortalamasına göre firma değeri 5, 588, 330YTL’dir. JKL A. Ş. arpanları ortalamasına göre firma değeri 4, 247, 285YTL’dir.

4.1.7. Nihai Firma Değeri

Değerleme çalışmalarımız sonucu,

EK3.3’de sunulan İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak hesaplanan şirket’in hisse senetlerinin toplam değeri (firma değeri) 5, 768, 686YTL’dir.

EK3.1’de sunulan piyasa arpanları yöntemi kullanılarak hesaplanan şirket’in hisse senetlerinin toplam değeri (firma değeri)

“İMKB Ulusal 100” verilerine göre: 5, 588, 330YTL’dir.

Benzer firma ÖRNEK A. Ş. çarpanlarına göre 4, 247, 285YTL’dir.

Her iki yöntemle göre yapılan bu değerlemelerden hareketle, “İMKB Ulusal 100” çarpanlarına %15, benzer firma çarpanlarına göre bulunan değere %15 ve indirgenmiş nakit akımlarına %70 oranlarında ağırlıklandırma yapılarak değerlemede esasa alınmasını önerdiğimiz firma değeri: (EK3.1) 5, 513, 422YTL olarak tahmin edilmiştir. (Bu tutar 1, 35YTL YTL döviz kuru üzerinden yaklaşık 4, 084, 017 dolara tekabül etmektedir.

4.1.8. Uygulama ile ilgili yorum ve öneriler:

Emsal karşılaştırma yaklaşımında: Bir firmanın benzer firma seçilmesine neden olan birkaç önemli özellik ve önemlilik düzeyi ile ilgili açıklayıcı olmakta yarar vardır. Ayrıca bir firmanın mükemmel benzer firma olarak seçilmesine engel olan birkaç kriter ve önemlilik düzeyinin belirtilmesi de değerlemenin güvenilirliğini artıracaktır. Uygulamamızda; ABC ana ortaklık firması JKL benzer firması gibi bilişim ana sektöründe toptan satış alt sektöründedir. Ancak Değer tespiti yapılan XYZ bağlı ortaklık firması bilişim ana sektöründe olmasına rağmen perakende satış alt sektöründe faaliyet göstererek piyasa şartlarından farklı etkilenebilecek ve değer tespitinde düzeltme gerekebilecektir. Emsal karşılaştırma yönteminde XYZ değerlemesi yapılan firma ile JKL benzer firmanın emsal durumu incelendiğinde JKL perakende değil toptan satışlar yapmakta, piyasa değeri olarak da yaklaşık 20 kat büyük bir firma olarak farklılık göstermekte, aynı bilişim ana sektöründe olması yanında (beta 1’e yakın) piyasaya paralel hareket eder niteliktedir.

Fiyat/Kazanç oranları benzer firma, sektör ortalaması ve İMKB 100 ortalaması arasındaki istatistiki olarak standart sapma ile gösterilebilen farklılık büyüktür ve tahminin güvenilirliği azdır.

XYZ bağlı ortaklık ve JKL benzer firma farklılıklarına bakacak olursak; JKL halka açık olması sebebiyle pazarlanabilirlik iskontosu %10-20 taşımaktadır. Ayrıca JKL azınlık payı fiyatını içerdiği için kontrol primini yansıtmamaktadır. Uluslar arası Değerleme Standartları’nda da öncelikle toptan işlem Pazar fiyatlarına bakılmasının önerilmesi kontrol primini yansıtmaması içindir.

Gelir indirgeme yaklaşımındaki indirgenmiş nakit akımları yönteminde satışlardaki büyüme oranı tahmini hataları, nihai tahmini değer, indirgeme oranında olduğu gibi büyük oranda etkilemektedir. Sektör ortalaması ve firmanın farklı yıllar

ortalamasından büyük sapmaların olması durumunda açıklanabilirliğe daha büyük önem verilmeli ve %20 gibi yüksek büyüme oranlarının güçlü dayanaklarının olması gerekmektedir.

Bilişim süpermarket sektöründe maliyet yaklaşımına bağlı expertiz sonucu elde edilmiş net aktif değer yöntemi daha tutarlı sonuç verecektir. Şerefiyenin dikkate alınması, transfer edilebilen şerefiyenin yorumlanması gerekir. Mali tablolardaki 2003 yılındaki yüksek oranlı olağanüstü gider nedeni ile ilgili belirsizlik açıklanmalıdır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Halka açık anonim şirkette finansal duran varlık satışında, değerin gerçek değerden düşük belirlenmesi ile hissedarlardan satın alan kişiye sermaye transferi gerçekleştirilir. Ana ortaklık, bağlı şirketleri yüksek bedelli hizmetler sağlayarak kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebilir. Karlarını yüksek göstermeye yol açacak muhasebe uygulamalarına zorlayabilir. Aşırı kar dağıtmaya zorlayabilir. Bağlı ortaklık pay senetleri üzerinde spekülasyon yapabilir, mali sorumluluklarını bağlı şirkete kaydırabilir. Ayrıca ana ortaklık bağlı ortaklıktaki varlıkların değerini olduklarında daha yüksek göstererek, bağlı şirketlerden satın almakta veya yeniden değerlemektedir. Özellikle bağlı ortaklık pay senetlerinin ana ortaklığa yüksek değerlerle satılması sonucu sermayeyi olduğundan yüksek göstermekte, ana ortaklıkla ilişkisi olan pay senedi veya tahvil alan veya kredi verenleri yanıltmaktadır.

Pazar Değeri tahmini için şirketin finansal kayıt düzeltmeleri ile ekonomik gerçeklik sağlanır. Çeşitli nedenlerle finansal tablo düzeltmeleri yapılır. Gelir gider dengesini düzeltmek, finansal verilerin tutarlı bir şekilde karşılaştırılabilmesini sağlamak, değerleri Pazar Değerleri olarak düzeltmek, faaliyet dışı ve ekonomi dışı aktifler ve yükümlülükleri dikkate almak gerekebilir. Bir düzeltmenin uygun olup olmadığı, değerlemesi yapılan mülkiyet hakkının sahibinin, kontrol derecesine bağlı olabilir. Kontrol yetkisi olmayan bazı düzeltmeleri yapamayacaktır. Kontrol yetkisine sahip olduğundan emin olduğunda faaliyet dışı kalemler ve ihtiyaç fazlası varlıkların düzeltilmesi ve patronun işgücü değiştirme maliyetini yansıtmak için düzeltmelere ihtiyacı olabilir. Tekrarlanmayan kalemlerin düzeltilmesi, vergi düzeltmeleri, şirketlerle karşılaştırabilmek için düzeltmeler gerekebilir. Kiralanmış veya sözleşme yapılmış kalemlerin maliyetinin Pazar Değeri ödemelerini yansıtmak şeklinde düzeltilmesi gerekebilir. Ayrıca mülkiyet hakkındaki farklılıklar, kontrol yetkisi, pazarlanabilirlik ile ilgili düzeltmeler yapılabilir.

Değerleme işlemi ile ilgili standartlar yerine değerlendirme işlemi aşamasında değerlendirme uzmanının davranış yöntemini tanımlamaya yönelik standartlar konulmaya çalışılmaktadır. Değerleme uzmanı ahlaki ilkelere uymalı, tarafsızlığını korumalı ve gerekli yetkinliği taşıyabilmeli, gerektiğinde tarafsızlığını koruyabilmek için müşteriyle ilişkisini tanımlamalıdır. Ahlaki ilkeler; hukuka uygun davranmak, sahip olmadığı nitelikleri taşıyormuş iddiasında bulunmamaktır. Tarafsızlık; görevini bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarlarını gözetmeksizin yapmak, önceden belirlenmiş sonuçları

kabul etmemektir. Yetkinlik; şartlar görevini kaliteli, makul sürede bitirilmesini engellediğinde talimatları geri çevirmektir.

Değer tespit uzmanında bulunması gereken faktörler önceliklerine göre; sektör bilgisi, değer tespit çalışması yapılacak şirket hakkında bilgi, değer tespit tecrübesi, yeterli gayret ve özen gösterme, tarafsız tavsiyelere başvurma ve muhasebe bilgisi olarak sıralanmıştır.

Gelişmekte olan piyasalarda mülk pazarının etkili bir şekilde çalışmasına izin vermeyen zayıf veya yetersiz bir yasal çerçeve vardır. Değerleme Uzmanları açısından Pazar Değeri'ne dair gerekli olan arazinin kullanımının planlanması, yasalara uygun olması gerekir. Verilerin güvenilirliği konusunda eksiklik yaşanabilir. Pazara ilişkin diğer verilerin eksikliği yanında, uzmanların bazı eksiklikleri ve standartlarda bazı eksiklikler ile karşılaşılabilir. Değerleme Uzmanları çıkar grupları tarafından uygunsuz teklifler veya aşırı baskılara maruz kalabilirler. Gelişmekte olan bir pazar kısa bir faaliyet tarihçesi olan veya düşük bir sermaye seviyesi olan bir finansal pazar da olabilir. Yönetmelikleri uygulayarak müşteriden gelen baskılara karşı bağımsız bir şekilde çalışmalıdırlar. Şirket içi değerlendirme uzmanlarının kullanıldığı durumlarda ise değerlendirme fonksiyonunun kredi onay işleminden bağımsız olması gerekir.

Değer tespit yaklaşımı seçim kriterlerini incelediğimizde, satılacak şirket halka açık ise ve düzenli temettü geliri varsa temettü verim yöntemi uygun olabilir. Gelir indirgeme yaklaşımı, faal işletme için nakit akımları doğru tahmin edilebiliyorsa, şirket zarar etmiyor ve çok az kar elde etmiyorsa, indirgeme oranı güvenli tahmin edilebiliyorsa uygundur. Zira yüksek enflasyon ve belirsizliklerin fazla olduğu ortamlarda iskonto oranını belirlemek zordur. Emsal karşılaştırma yaklaşımı, piyasada benzer varlığın satış fiyatı biliniyor ise ve benzerleri ile karşılaştırma yapılabilir ise uygundur. İhtiyaç duyulduğunda finansal kayıt düzeltmeleri yapılması gerekebilir. Maliyet yaklaşımı, işletmenin varlıkları çok değerliyse veya sürekli zarar ediyorsa uygundur. Opsiyon fiyatlandırma modeli, patent veya doğal kaynak gibi sözleşmeye bağlı hakların değer tespitinde daha uygundur.

Farklı değer tespit yaklaşım ve yöntemleri farklı durum ve amaçlarla kullanılmak üzere ortaya çıkmıştır. Amaca uygun doğru değer tespit yöntemi seçiminde zorluk yaşanması durumunda birden fazla değer tesbit yöntemi seçip ağırlıklandırarak gerçek değere yaklaştırmaya çalışılabilir. Değerlemenin sadece bir bölümünün pazardan elde edilen kanıtlar tarafından desteklenebildiği durumda değerlendirme uzmanı bunu raporda açıklamalı, çalışmalarında Pazar Değeri esası kullanılmalıdır.

EKLER

EK1.Sermaye Piyasası Kurulu Kararları ve Tebliğler

Ek1.1. Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler (Seri: VIII No: 35)

Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere İlişkin Esaslar (14/07/2003–18/07/2003 tarih ve 2003/34 sayılı Kurul Haftalık Bülteni’nde ilan edilmiştir.) Kurulumuzun 17. 07. 2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı;

Sermaye Piyasası Kurulunca; Kurulun Seri: VIII No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri saklı kalmak üzere gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerleme hizmetinin; i) Ayrı bir “Kurumsal Finansman Bölümü”ne sahip; ii) Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgeleri, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu; iii) Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan; iv) Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan; v) Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan; vi) Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerleme hizmeti sözleşmesi bulunan (sözleşme değerlendirilecek şirket ile ilgili özet bilgileri, değerlendirme hizmetini gerçekleştirecek personeli ve tahmini değerlendirme hizmet süresini içermelidir), vii) Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan, bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından yerine getirilmesine, bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılacak değerlendirme faaliyetinde bu kuruluşların denetimini üstlendikleri şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti veremeyeceklerine ve uygulamanın bu doğrultuda yönlendirilmesine karar verilmiştir.

Ek1.2. Özel Durumların Kamuya Açıklanması (Seri: VIII No: 39)

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

(20/07/2003 tarih ve 25174 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.) Seri: VIII No: 39

Amaç: Madde 1 - Bu Tebliğin amacı, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek suretiyle sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamaktır.

Kapsam: Madde 2 – Sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma esasları bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

Dayanak: Madde 3 - Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 1 ve 16/A maddelerine dayanılarak düzenlenmiştir.

Tanımlar: Madde 4 - Bu Tebliğde geçen;

Kanun : 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,

Kurul : Sermaye Piyasası Kurulunu,

Borsa : 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve Sermaye Piyasası Kanununun 40 ıncı maddesi uyarınca kurulmuş ve kurulacak olan borsaları ve teşkilatlanmış diğer piyasaları,

Ortaklık: Sermaye Piyasası Kanununda tanımlanan; halka açık anonim ortaklıklar ile hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz etmiş olan ihraççıları,

Sermaye Piyasası Araçları : Sermaye Piyasası Kanununda tanımlanan sermaye piyasası araçlarını,

TTK : Türk Ticaret Kanununu

Kontrol Edilen Ortaklık : (Ek: Seri: VIII, No: 42 sayılı Tebliğ ile.) Bir gerçek kişi veya tüzel kişinin,

(a) Ortakların veya yönetim kurulu üyelerinin oy hakkının çoğunluğuna sahip olduğu ortaklığı, veya

(b) Aynı zamanda ortağı veya yönetim kurulu üyesi olduğu ve yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atama veya görevden alma hakkına sahip olduğu ortaklığı, veya

(c) Aynı zamanda ortağı veya yönetim kurulu üyesi olduğu ve diğer ortaklar veya yönetim kurulu üyeleri ile yapılmış bir anlaşma uyarınca tek başına ortakların veya yönetim kurulu üyelerinin oy haklarının çoğunluğunu kontrol ettiği ortaklığı, ifade eder.

Özel durumlar

Madde 5 – Bu maddede belirtilen özel durumların gerçekleşmesi halinde, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya açıklama yapılır. Ancak yapılacak açıklamalar aşağıda belirtilen durumlarla sınırlı olmayıp, yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde kamuya açıklanması zorunludur.

a) Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler; . . .

b) Maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması; . . .

c) Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler; . . .

d) Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler; . . .

e) Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler; . . .

f- Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler;

1) Edinilen veya elden çıkarılan finansal duran varlıkların alış veya satış bedellerinin Kurul Tebliği uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının % 5 ine ulaşması, başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının % 10 veya daha fazlasının elde edilmesi ya da elden çıkarılması veya tutarı söz konusu oranların altında kalmakla birlikte faaliyeti önemli ölçüde etkileyecek finansal duran varlık edinilmesi veya elden çıkarılması hususlarında karar alınması,

Varsa, finansal duran varlık satışlarından elde edilen karların sermayeye eklenmesine veya gelir olarak kaydedilmesine ilişkin karar alınması,

2) Ortaklıkça finansal duran varlığın sermaye artırımına kısmen veya tamamen katılma veya katılmama kararı alınması,

g) İdari konulara ilişkin değişiklikler; . . .

h) Diğer değişiklikler; . . .

Faaliyetlerinin tamamı veya bir kısmı sportif faaliyetlerden oluşan ortaklıkların özel durum açıklamaları; Madde 6 . . .

Olağandışı fiyat ve miktar hareketleri; Madde 7 . . .

Doğrulama yükümlülüğü; Madde 8 . . .

Hisse senetlerinin Borsada satışına ilişkin açıklamalar; Madde 9 . . .

Açıklamanın kapsam ve niteliği

Madde 10- Bu Tebliğ uyarınca yapılacak açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalı; özel durumun doğru bir şekilde

değerlendirilebilmesi için zorunluysa bu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilmeli, değişikliklerin ve/veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilmelidir.

Önceden yapılmış olan özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişiklikler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur. Daha önce özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulan ve henüz sonuçlanmamış bir hususta herhangi bir gelişme olmaz ise, bu durum konuya ilişkin son özel durum açıklama tarihinden itibaren altmışar günlük sürelerle, gerekçeleri ile birlikte kamuya açıklanır.

Bu Tebliğde geçen önemli kavramı, sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek ve mevcut koşullar altında önemli olarak addedilebilecek olan veya bir varlık ya da ilgili mali tablo kaleminde %10 ve üzerindeki bir oranda değişiklik yaratabilecek olan bilgiyi ifade eder.

Özel durumlara ilişkin açıklamalar yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz abartılı veya eksik olamayacağı gibi, ortaklıkların mevcut durumları hakkında yanlış kanaat uyandıracak nitelikte de olamaz.

Bu Tebliğ uyarınca açıklanması zorunlu aşamaya gelmiş olmakla beraber, miktar, tutar veya işlem olarak bazı belirsizlikler içeren özel durumlar, söz konusu belirsizlikler ve bu belirsizliklerin ortadan kalkacağı muhtemel tarih, (varsa) koşullarıyla birlikte kamuya açıklanır. Karar alınması aşamasında yapılacak özel durum açıklamalarında, kararın uygulamaya geçirilmesi için öngörülen süre ve uygulamayı önleyebilecek unsurlar da açıklamaya eklenir.

Özel durum açıklamalarından sorumlu, ortaklığı temsile yetkili kişiler belirlenerek ilgili Borsaya veya Kurula bildirilir. Söz konusu kişilerin değişmesi halinde de bildirim yapılır.

Bu Tebliğin uygulanmasında özel kanunlardaki hükümler saklıdır.

Görüşmelere ilişkin bildirimler

Madde 11- Bu Tebliğ kapsamında özel durum açıklaması yapılması sonucunu doğuracak iş ve işlemlere veya görüşmelere ilişkin olarak; görüşmelerin başlangıcında, kesinleşen hususlarda her aşamada ve sonuç aşamasında özel durum açıklaması yapılması zorunludur.

Sermaye piyasası araçları Borsada işlem gören ortaklıklarca yapılacak açıklamanın şekli

Madde 12- Sermaye piyasası araçlarından herhangi biri bir Borsada işlem gören ortaklıklarca, bu Tebliğin 5, 6, 7, 8 ve 11 inci maddelerinde belirtilen özel durumlar veya

özel durumlardaki değişiklikler ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda en seri haberleşme vasıtasıyla ilgili Borsaya bu özel durum hakkında bir açıklamanın ulaştırılması zorunludur.

Açıklama ayrıca Ek/2’de yer alan forma uygun olarak, en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen iş günü saat 9: 00’a kadar ilgili Borsaya ulaştırılır.

Kurul tarafından uygun görülen hallerde Borsa tarafından bazı özel durumların bildirim esaslarına ilişkin olarak ayrıca düzenleme yapılabilir.

Diğer ortaklıklarca yapılacak açıklamanın şekli

Madde 13- İhraç ettiği sermaye piyasası araçlarından hiçbiri bir Borsada işlem görmeyen ortaklıklarca, bu Tebliğin 5, 6, 8 ve 11 inci maddelerinde belirtilen özel durumlar veya özel durumlardaki değişiklikler, ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda en seri haberleşme vasıtasıyla Kurula bu özel durum hakkında bir açıklamanın ulaştırılması zorunludur.

Açıklama ayrıca Ek/2’de yer alan forma uygun olarak, en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen iş günü Kurula ulaştırılır.

Hisse senetlerinde işlem yapanların açıklaması; Madde 14 . . .

İflas ve tasfiye ile ilgili açıklamaların şekli: Madde 15 . . .

Açıklamaların kamuya duyurulması:

Madde 16- Sermaye piyasası araçları Borsada işlem gören ortaklıklarla ilgili açıklamalar, ilgili Borsa tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde; sermaye piyasası araçları Borsada işlem görmeyen ortaklıklarla ilgili olarak bu Tebliğ uyarınca Kurula gönderilen bilgiler ise Kurul bülteni ile kamuya duyurulur. . . .

Gizlilik:

Madde 17- Bu Tebliğ uyarınca açıklanması gereken özel durum hakkında bilgi sahibi olan tüm kişiler, bu Tebliğ kapsamında Borsa veya Kurula gönderilen bilgiler 16 ncı madde kapsamında kamuya duyuruluncaya kadar, söz konusu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlüdürler.

Kurulun yetkisi:

Madde 18- Kurul, kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, bu Tebliğde sayılmayan özel durumlarda da Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca ilgililerden açıklama yapılmasını isteyebilir.

Bu Tebliğ kapsamında yapılacak bildirimlerin bilgisayar ağları üzerinden elektronik ortamda gönderilmesine ve kamuya duyurulmasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.

Kaldırılan hükümler: Madde 19- . . .

Yürürlük: Madde 20- Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme: Madde 21- Bu Tebliğ hükümlerini Sermaye Piyasası Kurulu yürütür.

**Ek1.3. Sermaye Piyasası Kanununda Finansal Duran Varlık Tanımı ile ilgili Tebliğ
(Seri: XI No: 1)**

EK : 3 MALİ TABLOLARA İLİŞKİN AÇIKLAMALAR BİRİNCİ BÖLÜM KANUNA
TABİ ORTAKLIKLAR VE ARACI KURUMLARCA DÜZENLENECEK AYRINTILI
VE ÖZET BİLANÇOLARA İLİŞKİN AÇIKLAMA

Genel İlkeler Bilânço, işletmenin belli bir tarihteki iktisadi ve mali durumunu yansıtan, varlık ve kaynak yapısını gerçeğe uygun ve doğru bir biçimde gösteren tablodur.. . .

C- Finansal Duran Varlıklar

1) **Bağlı Menkul Kıymetler:** Vadesi geldiği halde ilgiliden karşılığı tahsil edilemeyen veya ilgili şirketin faaliyetinin sona ermiş olması, zor durumda bulunması v.b. nedenlerle pazarlanabilirliğini kaybetmiş olan veyahut yasal zorunluluklar nedeniyle elde tutulan menkul kıymetler ile iştirak edilen ortaklıklara ait hisse senetleri dışındaki menkul kıymetlerin izlendiği hesap kalemidir.

2) **Bağlı Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karşılığı:** Bağlı menkul kıymetler için ayrılan karşılık tutarları, "Bağlı Menkul Kıymetler" hesabının altında bir indirim kalemi olarak gösterilir.

3) **İştirakler:** İştirak deyimi, bir ortaklık ile işletme arasında, sözkonusu **ortaklığın yönetimine ve ortaklık politikalarının belirlenmesine** katılma anlamında devamlı bir bağ yaratan, doğrudan veya dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisini ifade eder.

Bu Tebliğ'de doğrudan sermaye ve yönetim ilişkisi, bir **ortaklıkta en az yüzde on oranında oy hakkına** sahip olmak veya ortaklık yönetimine en az bu oranda katılmak anlamında kullanılmıştır. Dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisi ise, bir ortaklıkta, işletmenin yüzde ondan fazla paya sahip ortağı gerçek ve tüzel kişilerin, iştiraklerinin ve bunların iştiraklerinin en az aynı oranda oy hakkına sahip olmasını veya en az aynı oranda yönetime katılmasını ifade etmektedir. Buna göre, doğrudan veya dolaylı olarak iştirak edilen ortaklıklarda sermayeye **katılım oranı yüzde ondan daha az olmakla birlikte, imtiyaz nedeniyle** sahip olunan oy hakkının veya yönetime katılma hakkının en az bu oranda olması durumunda işletme ile ortaklık arasında iştirak ilişkisi bulunmaktadır. Aksine, sermayeye katılım oranının yüzde ondan fazla olmasına karşın, sahip olunan oy hakkının veya yönetime katılma hakkının bu orandan daha az olması herhangi bir iştirak ilişkisini göstermemektedir.

İşletme ile dolaylı sermaye ilişkisine sahip iştiraklere ilişkin bilgilere bilanço dipnotlarında yer verilir.

4/5) İştiraklere Sermaye Taahhütleri ve İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı: İştiraklere sermaye taahhüdünden olan borçlar ile iştirak ilişkisi nedeniyle sahip olunan hisse senetlerinde ortaya çıkan değer düşüklüğü, "iştirakler" hesabının altında indirim kalemleri olarak gösterilir.

6) **Bağlı Ortaklıklar** : İşletmenin doğrudan veya dolaylı olarak **en az yüzde elli oranında oy hakkına** veya en az bu oranda yönetim çoğunluğunu seçme hakkına sahip olduğu iştirakleri bağlı ortaklık olarak kabul edilir.

İşletme ile dolaylı sermaye ilişkisine sahip bağlı ortaklıklara ilişkin bilgileri bilanço dipnotlarında yer verilir.

7/8) Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri ve Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı : Bağlı ortaklıklara sermaye taahhüdünden olan borçlar ile bağlı ortaklık ilişkisi nedeniyle sahip olunan hisse senetlerinde ortaya çıkan "değer düşüklüğü", "bağlı ortaklıklar" hesabının altında indirim kalemleri olarak gösterilir.

9) Diğer Finansal Duran Varlıklar : Yukarıda açıklanan hesap kalemlerinin hiçbirine girmeyen finansal duran varlıklar bu hesapta gösterilir.. .

Ek1.4. Sermaye Piyasası Kanununda Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII No: 45)

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (06. 03. 2006 tarihli ve 26100 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.) Seri: VIII No: 45

Amaç: Madde 1 – (1) Bu Tebliğin amacı, sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme işlemlerinde verilen değerleme hizmetlerine ilişkin esasları belirlemektir.

Kapsam: Madde 2 – (1) Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme işlemlerinde, değerlemeyi yapanlar, Tebliğin (1) nolu ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartlarına aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar. (2) Kurulca yapılan diğer düzenlemeler ile ekli standartların uyumlu olmadığı durumlarda öncelikli olarak Kurulun diğer düzenlemelerine uyulur.

Dayanak: Madde 3 – (1) Bu Tebliğ 2499 sayılı Kanunun 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (o), (r) ve (t) bentleri ile 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (g) bendine dayanılarak hazırlanmıştır.

Yürürlük: Madde 4 – (1) Bu Tebliğ 1/5/2006 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme: Madde 5 – (1) Bu Tebliğ hükümlerini Sermaye Piyasası Kurulu yürütür.

Devamı İçin Tıklayınız (http://www.spk.gov.tr/teblig/files/SeriVIII_No45.pdf)

EK2. 4982 Sayılı “Bilgi Edinme Hakkı Kanunu”

Değerleme Raporunun Kamuya Açıklanması 4982 Sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu çerçevesinde Ana ortaklıktan temin edilebilir.

4982 sayılı “Bilgi Edinme Hakkı Kanunu” (Kanun) ile “Bilgi Edinme Hakkı Kanununun Uygulanmasına İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik” (Yönetmelik) bilgi edinme başvurularının yöntem ve kapsamına ilişkin esas ve usulleri belirlemiştir. Mevzuat uyarınca bilgi edinme başvurularında istenecek bilgi veya belgeler Borsamız birimlerinde bulunan veya bu birimlerin görevleri gereği bulunması gereken bilgi veya belgelere ilişkin olabilir (Kanun m. 7; Yönetmelik m. 12/1). Ayrı veya özel bir çalışma, araştırma, inceleme ya da analiz neticesinde oluşturulabilecek türden bir bilgi veya belge için yapılacak başvurular ile tekemmül etmemiş bir işleme ilişkin bilgi veya belge için yapılacak başvurulara olumsuz cevap verilmesi de mevzuat gereğidir (Yönetmelik m. 12/2). ABC A. Ş. ’nin söz konusu iştirak satışına ilişkin değer tespit raporu tarafımızda mevcut bulunmamaktadır. 4982 sayılı Bilgi Edinme Hakkı Kanunu ile Bilgi Edinme Hakkı Kanununun Uygulanmasına İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik’te belirtilen usul ve esaslar çerçevesinde erişilen bilgi ve belgeler ticari amaçla çoğaltılamaz, kullanılamaz, İMKB’den izin alınmaksızın yayınlanamaz. Buna aykırı olarak erişilen bilgi veya belgeleri ticari amaçla çoğaltanlar, kullananlar veya yayınlayanlar hakkında kanunların cezai ve hukuki sorumluluğa ilişkin hükümleri uygulanacaktır (Yönetmelik m. 42/3).

Ek3 Uygulama

EK3.1. Uygulamada Piyasa Çarpanları ve Sonuç

B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
2	HİSSE SENETLERİ PİYASASI DEĞERLEME ORANLARI 30.02.2005 TARİHİ İTİBARIYLA (%)											
3												
4												
5												
6	TOPLAM / ORT.											
7	İMKB ULUSAL - 100	148.426.046	10.749.637	7.136.702	3.268.007	84.896.218						
8	İMKB ULUSAL-50	134.786.217	10.034.656	6.394.301	2.828.446	75.039.203						
9	İMKB ULUSAL-30	121.163.902	8.768.497	5.060.140	2.664.429	65.800.086						
10	İMKB ULUSAL-TİM	167.877.493	11.513.211	8.397.001	3.660.072	98.003.765						
11	PAZARLAR GÖRSEL	169.435.191	11.551.879	8.621.659	3.668.786	96.807.898						
12												
13	FİRMA1	121.600	-7.896	9.481		11.943						
14	FİRMA2	47.640	8.247	457	2.940	21.467						
15	ARC A.Ş.	17.286	-397	712		66.22						
16	AKI A.Ş.	76.060	9.399	762	827	55.523						
17	FİRMA3	27.803	1.328	453		9.723						
18	FİRMA4	60.869	11.864	2.156		37.117						
19	FİRMA5	212.432	9.075	10.388	2.542	165.640						
20	TOPLAM ORTALAMA	569.894	32.640	21.618	6.208	312.960						
21	(*) : Piyasa Değerleri hariç diğer tüm veriler 28.02.2005 tarihi itibarıyla dir.											
22												
23	İMKB HİSSE SENEDİ PİYASASI ÇARPANLARINA GÖRE FİRMA DEĞERLEMESİ											
24												
25	FİRMANIN TEMEL VERİLERİ											
26	KYZ A.Ş.	2005										
27	DD(YTL)	0,87										
28	Amortisman	330.675										
29	Net Kar	406.880										
30	Hisse Adedi	3.300.000										
31	Nakit Akışı	737.556										
32	Dolar Kuru	1,36										
33	Özkaynak	-107.244										
34												
35	Firma Değeri											
36	İMKB ULUSAL - 100 ÇARPANLARI											
37	Firma Değeri											
38	(YTL)	(₺)	(YTL)	(₺)								
39	F'K'ye göre	5.619.011	4.162.231	3.291.658	2.438.265							
40	FDMA'ya göre	6.121.715	4.531.804	5.516.919	4.088.607							
41	PD/DD'ye göre	5.024.250	3.721.667	3.933.270	2.913.533							
42	Ortalama Firma Değeri	5.588.325	4.130.500	4.247.282	3.146.136							
43												
44												
45	Kur:			1,36								
46	Ağırlıklılandırılmış Ortalama Fiyat											
47	Yöntem											
48	Nakit Akımına Göre											
49	İMKB Ulusal-100 Çarpanları											
50	Benzer Firma Çarpanları: JKL A.Ş.											
51	Ortalama											

İMKB VERİLERİ - EMSAL
KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI
VE AĞIRLIKLIL DEĞER TESBİTİ
SAYFASI

EK3.2. Uygulamada Kullanılan Faktörler

	D	2004	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
1	ORANLARI GIRINIZ											
2	EFLASYON ORANI		0,10	0,08	0,05	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
3	YENİDEN DEĞERLEME ORANI		0,09	0,07	0,05	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
4	ORTALAMA VERGİ ORANI		0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
5	AMORTİSMAN ORANI		0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
6	KISA VADELİ KREDİ MALİYETİ		0,18	0,14	0,09	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
7	CARİ KISA VADE.FİNANSMAN GİDERLERİ		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
8	STOK MALİYETİNDEKİ KISA VADE.FİN.GİD		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
9	YILSONU İŞ KURU		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
10	REEL SATIŞ BÜYÜMESİ		-0,20	0,20	0,30	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
11	TEMETTÜ ORANI		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
12	BİLANÇO/GELİR TABLOSU KALEMLERİNİ GRİNİZ		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13	ÖAÜ.V.FİNANSAL BORÇLAR		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14	ÖAÜ.V.KREDİ FAİZLERİ		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15	CARİ ÖAÜ.VAD.KREDİ FAİZLERİ		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16	AKTİFLEŞTİRİLEN ÖAÜ.VAD.KREDİ FAİZLERİ		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
17	ÖDENMİS SERMAYE		3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000
18	EMİSYON PRİMİ		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
19	YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR (TEVSI)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20	YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR (YENİ)		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
21	YASAL YEDEKLER		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22	İSTİRAKLER		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
23	ORTAKLARDAN ALACAKLAR		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
24	KIDEM TAZMİNATI KARŞILIĞI		84.966	91.763	96.351	99.242	102.219	105.286	108.444	111.698	115.049	118.500
25	CARİ YIL AMORTİSMANI		300.675	27.028.208	36.488.081	38.677.365	40.898.007	43.457.888	46.063.361	48.829.283	51.759.040	54.884.582
26	SATIŞLAR YTL		23.461.986	21.115.787	20.281.010	19.456.351	18.631.692	17.807.033	16.982.374	16.157.715	15.333.056	14.508.397
27	SATIŞLAR ORANI - REEL BÜYÜME + ENFLASYON		-0,10	0,28	0,35	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
28	kıdem farkı		59.219	6.797	4.588	2.891	2.977	3.067	3.159	3.253	3.351	3.451
29	KATSAHI											
44	İNDİRİME KATSAYISI		1,07	1,28	1,50	1,73	1,99	2,28	2,63	3,02	3,47	4,00
45	Reel İskonto Oranı		0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
46												
47												
48												
49												

HESAPLAMALARDA KULLANILAN ORANLAR, VARSAYIMLAR VE GELİR BİLANÇO KALEMLERİ TABLOSU SAYTASI

EK3.3. Uygulamada İndirgenmiş Nakit Akımları

EK3.3.1. Uygulama - Proforma Bilanço Aktifler

XYZ A.Ş. MAGAZACILIK AKTİF - DÖNEN VARLIKLAR	ORTA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TASF
HAZIR DEĞERLER	0.03368	1.568.753	278.747	711.163	810.315	1.228.925	1.302.681	1.350.320	1.463.669	1.551.480	1.644.579	1.743.254	1.847.649	1.693.064
MENKUL KIYMETLER	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MENKUL DEĞ. ART. ORANI	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MENKUL KIY. DEĞ. ARTIŞI	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TİCARİ ALACAKLAR	0.02624	1.112.166	263.068	633.068	682.314	921.124	976.391	1.034.976	1.097.073	1.162.898	1.232.671	1.306.632	1.386.030	1.246.627
ALICILAR	0.02462	1.071.411	253.098	617.862	662.963	894.866	948.067	1.006.471	1.066.799	1.129.747	1.197.532	1.269.394	1.346.047	1.210.992
AL. SENETLERİ	0.00072	40.755	0	15.186	19.451	26.268	27.834	29.504	31.274	33.151	35.140	37.246	39.483	35.536
DİĞER ALACAKLAR	0.00568	332.715	0	124.056	158.762	214.369	227.231	240.865	255.317	270.636	286.674	304.066	322.331	290.098
STOKLAR	0.49563	11.493.357	13.733.664	10.465.558	13.395.912	16.064.481	19.169.550	20.319.723	21.538.907	22.831.241	24.201.115	25.653.192	27.192.373	24.473.136
İLK MADDE VE MALZEME	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MAMUL MADDE	0.49563	11.493.357	13.733.664	10.466.566	13.396.912	16.064.481	19.169.560	20.319.723	21.539.907	22.831.241	24.201.115	25.653.192	27.192.373	24.473.136
DİĞER STOKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	0.00448	16.675	196.707	94.688	121.214	163.639	173.497	163.864	194.886	206.690	218.995	232.125	246.062	221.447
DÖNEN VARLIKLAR TOP.	0.56491	14.524.566	14.473.376	13.445.371	17.162.528	22.643.871	24.393.676	26.253.886	28.256.039	30.377.653	32.636.736	35.041.735	37.601.601	33.641.621
DURAN VARLIKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TİCARİ ALACAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DİĞER ALACAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ORTAKLARDAN ALACAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MALİ DURAN VARLIKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İSTİRAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MADDİ DURAN VARLIKLAR	0.02266	738.636	451.113	2.794.869	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
maddi brüt	0.11522	2.896.108	3.015.213	330.875	3.544.839	3.704.355	3.798.372	3.907.992	4.012.581	4.120.923	4.232.187	4.346.457	4.463.811	4.463.811
BINALAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MAKİNA VE TESİSLER	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YAPILMAMAKTA OLAN YATIRIM	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DİĞER	0.11522	2.896.108	3.015.213	330.875	3.544.839	3.704.355	3.798.372	3.907.992	4.012.581	4.120.923	4.232.187	4.346.457	4.463.811	4.463.811
(-) BİRİKİMİ AMORTİSMANLAR	-0.09256	-2.147.472	-2.564.100	-3.125.544	-3.544.839	-3.704.355	-3.798.372	-3.907.992	-4.012.581	-4.120.923	-4.232.187	-4.346.457	-4.463.811	-4.463.811
MADDİ OLMAYAN DUR. VAR.	0.01238	436.065	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801
ÖZEL MALİYETLER	0.01230	434.016	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752	217.752
HAKLAR	0.00008	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049	2.049
(-) BİRİKİMİ AMORTİSMANLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GELECEK YILLARA AİT GİD.	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DİĞER DURAN VARLIKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DURAN VARLIK TOPLAMI	0.03504	1.174.701	670.914	2.575.068	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801	219.801
AKTİF TOPLAMI	0.59995	15.699.267	15.144.090	10.870.303	17.402.329	22.863.672	24.813.477	26.483.697	28.475.840	30.597.454	32.856.537	35.261.596	37.821.602	34.081.422

EK3.3.2. Uygulama - Proforma Bilanço Pasifler

XYZ A.Ş. MAĞAZACILIK	ORTA	2003	2004	2006	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TASF
PASİF - KISA VADELİ YABANCI KAY	0.00000	0	0											
FINANSAL BORÇLAR	0.00166	76.264	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805	14.805
TİCARİ BORÇLAR	0.42414	43.276.401	8.901.813	8.958.048	11.463.742	15.478.051	16.404.614	17.368.891	18.432.225	19.538.156	20.710.448	21.953.075	23.270.259	23.270.259
DİĞER BORÇLAR	0.00581	254.268	52.553	118.481	151.856	204.735	217.019	230.040	243.843	258.473	273.982	290.421	307.848	307.848
BORÇ VE GİDER KARŞ.	0.00016	6.529	0	3.180	4.071	5.495	5.825	6.174	6.545	6.938	7.354	7.795	8.263	8.263
GELİR TAHAKKUKLARI	0.00000	0	213	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VERGİ KARŞILIĞI	0.00000	0	0	101.720	124.104	160.538	165.068	167.800	180.305	193.616	207.797	222.867	238.916	238.916
ALINAN AVANSLAR	0.06043	93.872	3.696.240	1.698.346	2.173.863	2.834.742	3.110.827	3.297.477	3.486.325	3.706.045	3.927.347	4.162.986	4.412.768	4.412.768
KYI YABANCI KAYNAK TOP.	0.51200	43.708.475	12.665.864	10.892.581	13.832.251	18.758.457	19.808.149	21.105.188	22.373.047	23.717.035	25.141.722	26.551.951	28.252.856	28.252.856
ÖKÜ VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FINANSAL BORÇLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TİCARİ BORÇLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
KARŞILIKLAR	0.00266	67.460	77.241	84.946	91.763	96.351	99.242	102.219	105.286	108.444	111.698	115.049	118.500	118.500
ÖKÜ V.YAB.KAY.TOP.	0.00266	67.460	77.241	84.946	91.763	96.351	99.242	102.219	105.286	108.444	111.698	115.049	118.500	118.500
ÖZKAYNAKLAR	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ÖZDENMİŞ SERMAYE	0.12860	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000	3.300.000
SERMAYE TAHHÜTLERİ	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YDDAF (DÜZELTME ÖLÜMLÜ FARİ)	0.54765	14.015.997	14.084.834	11.169.325	14.158.457	14.158.452	14.158.452	14.158.454	14.158.452	14.158.454	14.158.451	14.158.450	14.158.448	14.158.448
YASAL YEDEKLER	0.00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DÖNEM NET KARİ(ZARARI)	-0.00279	-641.139	400.206	406.880	496.418	602.552	624.233	671.202	721.219	774.466	831.147	891.470	956.691	956.691
GECMİŞ YIL ZARAR(KARLARI)	-0.66816	-14.742.616	-16.283.656	-14.893.449	-14.876.669	-14.080.161	-13.477.699	-12.863.366	-12.182.164	-11.460.946	-10.666.480	-9.866.333	-8.963.863	-8.963.863
ÖZKAYNAKLAR TOPLAMI	0.06529	1.832.342	2.401.185	-107.244	3.378.305	3.860.353	4.505.086	5.276.289	5.997.507	6.771.974	7.503.117	8.284.597	9.450.246	9.450.246
PASİF TOPLAMI	0.59895	15.699.267	15.144.090	10.870.303	17.402.329	22.863.672	24.613.477	26.453.687	28.476.540	30.597.454	32.896.537	35.261.586	37.821.602	37.821.602

EK3.3.3. Uygulama - Proforma Gelir Tablosu

XYZ A.Ş. MAĞAZACILIK GELİR TABLOSU	ORTA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 TASF
BRÜT SATIŞLAR	0,00000	28.316.010	23.461.986	21.116.737	27.028.208	36.498.081	39.677.385	40.998.007	43.467.889	46.065.361	48.829.283	51.759.040	54.964.692
YURTİÇİ SATIŞLAR	1,00000	28.316.010	23.461.986	21.116.737	27.028.208	36.498.081	39.677.385	40.998.007	43.467.889	46.065.361	48.829.283	51.759.040	54.964.692
YURTDIŞI SATIŞLAR	0,00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SATIŞ İNDİRİMLERİ	0,00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NET SATIŞLAR	1,00000	28.316.010	23.461.986	21.116.737	27.028.208	36.498.081	39.677.385	40.998.007	43.467.889	46.065.361	48.829.283	51.759.040	54.964.692
SATIŞLARIN MALİYETİ	-0,78891	-22.979.366	-17.837.820	-16.696.090	-21.241.716	-28.676.316	-30.396.695	-32.220.708	-34.103.901	-36.203.188	-38.376.379	-40.677.902	-43.118.676
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	0,21109	5.336.655	5.624.166	4.420.697	5.786.483	7.811.765	8.280.471	8.777.289	9.303.937	9.862.173	10.453.904	11.081.138	11.746.006
FAALİYET GİDERLERİ	-0,25349	-8.896.452	-6.181.434	-5.352.890	-8.851.431	-9.249.431	-9.804.397	-10.392.681	-11.016.221	-11.677.194	-12.317.826	-13.120.495	-13.907.725
PAZARLAMA, SATIŞ GİD.	-0,17485	-4.331.688	-4.616.841	-3.692.138	-4.726.937	-6.380.015	-6.762.816	-7.168.686	-7.598.700	-8.054.622	-8.537.899	-9.050.173	-9.693.184
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	-0,07854	-2.663.794	-1.866.793	-1.660.642	-2.126.484	-2.869.416	-3.041.091	-3.224.076	-3.417.621	-3.622.672	-3.839.926	-4.070.322	-4.314.641
FAALİYET KARIZARARI	-0,03840	-1.569.787	-567.268	-531.893	-1.064.938	-1.437.666	-1.523.925	-1.615.362	-1.712.264	-1.815.021	-1.923.922	-2.039.357	-2.161.719
DİĞER FAAL. GİDERLERİ	0,12442	2.960.427	3.385.360	2.752.485	3.491.418	4.627.353	4.886.379	5.191.404	5.515.014	5.858.331	6.222.543	6.606.910	7.018.770
DİĞER FAAL. GİDERLERİ	-0,12421	-2.911.938	-3.416.638	-2.188.437	-3.781.820	-4.627.353	-4.886.379	-5.191.404	-5.515.014	-5.858.331	-6.222.543	-6.606.910	-7.018.770
FINANSMAN GİDERLERİ	-0,00061	-13.326	-12.708	-2.664	-2.133	-1.332	-888	-888	-888	-888	-888	-888	-888
K/V FINANSMAN GİDERLERİ	-0,00061	-13.326	-12.708	-2.664	-2.133	-1.332	-888	-888	-888	-888	-888	-888	-888
OLUŞ. FİN. GİDERLERİ	0,00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OLAĞAN KAR (ZARAR)	-0,03969	-1.523.634	-600.132	-570.699	-378.862	-593.265	-646.961	-673.876	-702.127	-731.787	-763.928	-795.636	-829.995
OLAĞANÜSTÜ GELİR (POZİSYON)	0,03690	862.486	1.000.338	779.199	997.374	1.346.466	1.427.243	1.512.877	1.603.600	1.699.659	1.801.861	1.909.973	2.024.671
OLAĞANÜSTÜ GİDER	0,00000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	-0,00279	-641.139	-400.206	-506.600	-620.522	-753.190	-780.291	-839.002	-901.523	-968.082	-1.039.933	-1.114.337	-1.194.576
VERGİ ORANI	0,00000	0	0	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
VERGİ VE DİĞ. YAS. YÜK	0,00000	0	0	-101.720	-124.104	-160.638	-166.068	-167.800	-180.306	-193.616	-207.787	-222.867	-238.916
DÖNEM NET KARI (ZARARI)	-0,00279	-641.139	-400.206	-406.680	-496.418	-602.552	-624.233	-671.202	-721.218	-774.466	-831.147	-891.470	-955.661

EK3.3.4. Uygulama - Proforma Nakit Akım

XYZ A.Ş. MAGAZACILIK	ORTA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 TASF
Proforma Nakit Akım Tablosu													
Net Dönem Karı / Zararı				408.860	498.418	802.552	624.233	871.202	721.219	774.468	831.147	891.470	955.681
Nakit Çıkışı Gerekştirmeyen Giderler				399.894	6.797	4.588	2.891	2.977	3.067	3.169	3.263	3.351	3.451
Amortisman				330.676	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kıdem Tazminatı Karşılığı				69.219	6.797	4.588	2.891	2.977	3.067	3.169	3.263	3.351	3.451
Vergi Karşılığı				101.720	22.384	26.534	5.420	11.742	12.504	13.312	14.170	15.081	16.048
Faaliyet Sonucu Yararlanan Kaynak				898.484	525.600	833.674	632.544	885.821	736.788	790.836	848.570	909.902	975.160
İçletme Sermayesi				3.030.296	-633.170	-1.013.071	-234.454	-243.621	-263.432	-279.238	-295.892	-313.752	-332.577
Alacaklar Artış / Azalış				-394.058	-183.982	-294.387	-68.130	-72.217	-76.550	-81.143	-86.012	-91.173	-96.643
Stoklar Artış / Azalış				3.268.108	-2.930.356	-4.869.589	-1.085.069	-1.150.173	-1.219.183	-1.292.334	-1.369.374	-1.452.087	-1.539.191
Diğer Dönen Varlıklar Artış / Azalış				102.009	-26.616	-42.426	-9.818	-10.407	-11.032	-11.694	-12.356	-13.139	-13.927
Ticari Borçlar Artış / Azalış				64.236	2.507.694	4.012.310	928.063	984.277	1.043.333	1.106.933	1.172.289	1.242.627	1.317.184
Faaliyetlerden Fin.İhtiyaçlı Fazlası				3.828.790	-107.670	-379.396	388.090	437.400	473.367	511.698	552.578	595.160	642.583
Yapılmalarda Olan Yatırımlar				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İştirakler Artış / Azalış				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlık Artış / Azalış				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Finansman İhtiyacı / Fazlası				3.928.790	-107.670	-379.396	388.090	437.400	473.367	511.698	552.578	595.160	642.583
Kısa Vadeli Krediler Artış / Azalış				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				-1.929.039	609.602	816.363	168.698	200.020	212.021	224.743	236.227	252.621	267.672
ÖNU Vadeli Borçlar Artış / Azalış				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Artırımı				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisyon Primi				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Nakit Akımı				1.999.751	402.032	435.986	566.789	637.421	685.379	736.441	790.805	848.871	910.256
XXX				1.999.751	598.292	435.986	566.789	637.421	685.379	736.441	790.805	848.871	910.256

EK3.3.5. Uygulama - Proforma Fon Akım

XYZ A.Ş. MAGAZACILIK Proforma Fon Akım Tablosu	ORTA	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 TASF
Fon Girişleri													
Dönem Başı Nakit					83.249	576.181	1.083.921	1.167.656	1.245.815	1.328.665	1.416.484	1.509.576	1.608.252
Net Dönem Karı / Zaranı					406.880	498.418	802.552	871.202	721.219	774.486	831.147	891.470	955.861
Kidem Tazminatı Karşılığı					59.219	6.797	4.588	2.977	3.087	3.159	3.253	3.351	3.451
Ticari Borçlar Artış / Azalış					64.236	2.607.694	4.012.310	929.663	964.277	1.043.333	1.172.289	1.242.627	1.317.184
Satıcılara Borçlar					64.236	2.607.694	4.012.310	929.663	964.277	1.043.333	1.172.289	1.242.627	1.317.184
Alınan Sipariş Avansları					0								
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar					-1.827.319	531.987	841.587	184.119	211.762	224.526	252.388	267.602	263.720
O/ U Vadeli Borçlar Artış / Azalış					0								
Banka Kredileri					0								
Ticari Borçlar Artış / Azalış					0								
Sermaye Artırımı					0								
Emisyon Primi					0								
Yedekler					0								
Toplam Fon Girişleri					-1.306.984	3.542.885	5.461.347	1.749.805	1.870.218	1.992.144	2.259.087	2.405.050	2.560.017
Fon Çıkışları													0
Temettü					0								
Menkul Kıymetler					1.616.819	397.163	117.351	669.262	602.628	648.622	697.713	749.986	806.669
Alacaklar					394.066	163.982	294.387	68.130	72.217	81.143	86.012	91.173	96.643
Alıcılar					254.804	145.001	232.002	53.692	56.913	60.326	67.785	71.852	76.183
Alacak Senetleri					16.196	4.255	6.808	1.576	1.670	1.770	1.876	1.989	2.235
Diğer Alacaklar					124.066	34.736	55.577	12.982	13.634	14.452	15.319	16.238	18.245
Stoklar					-3.268.106	2.930.306	4.669.669	1.066.069	1.160.173	1.219.183	1.292.334	1.369.874	1.462.067
Hammadde					0								
Mamul					-3.268.106	2.930.306	4.669.669	1.066.069	1.160.173	1.219.183	1.292.334	1.369.874	1.462.067
Diğer Stoklar					0								1.538.181
Aktifleştirilen Fin.Gid. (Stok)					0								
Diğer Dönen Varlıklar					-102.009	28.516	42.425	9.816	10.407	11.032	11.694	12.395	13.927
O/ U Vad. Alacaklar					0								
O/ U Vad. Diğer Alacaklar					0								
İştirakler					0								
Maddi Duran Varlıklar (Net)					-330.675	-184.256	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar (Brüt)					230.789	225.039	169.516	94.017	108.720	105.489	108.342	111.284	117.354
Birikmiş Amortismanlar					-561.444	-419.295	-169.516	-94.017	-108.720	-105.489	-108.342	-111.284	-117.354
Maddi Olmayan Duran Varlıklar					0								
M.O. Duran Varlıklar Amortismanı					0								
Diğer Duran Varlıklar					0								
Toplam Fon Çıkışları					-1.768.917	3.343.770	5.142.732	1.876.070	1.762.060	1.908.284	2.033.793	2.165.995	2.455.420
Kısa Vadeli Krediler Artış / Azalışlar					0								
Dönem Sonu Nakit					676.181	776.306	1.093.921	1.167.656	1.245.815	1.328.665	1.416.484	1.509.576	1.608.252
INDİRGE ME ORANI					1,07	1,28	1,50	1,73	1,99	2,28	2,63	3,02	4,00
BUGUNKU DEĞER					1.869.926	313.109	290.203	339.661	320.833	299.976	261.715	244.231	227.766
BUGUNKU DEĞERLER TOPLAMI					5.870.620								1.423.907

EK4. Uluslar Arası Değerleme Standartlarında Firma Değer Tespiti

İpotek karşılığı verilen kredilerin teminat altına alınması gibi mülkiyet devri işlemlerinde sınır ötesi işlemleri kolaylaştırmak ve değerleme uzmanları için, Gelişmekte olan ülkelerde finansal raporlama ve değerleme standartlarında yol gösterici olmak.

Finansal raporlamada kullanılan *varlık değerlemesi* kavramı yerine *gayrimenkul değerlemesi* gibi kavramları da kapsayan *mülk değerlemesi* tercih edilmiştir. *Profesyonel mülk değerlemesi uzmanı* gerekli nitelik, yetenek ve deneyime sahip gayrimenkul, kişisel mülkiyet, şirket ve finansal menfaatleri de içeren konularda değerleme yapıp sonuçları amaç ve kullanım alanını da içerecek bilgilerle raporlayacak uzmandır.

Uygulamada karşılaşılan farklılıkların açıklanması önemli bir koşuldur. Muhasebe gibi farklı bilimlerle olan iletişimi sebebiyle değerleme işleminde kullanılan terim ve kavramlar açıklanmakla birlikte değerleme raporlarında da ayrıca farklı kullanımların tanımlanması gerekmektedir.

Bu standartlar değerleme işlemi aşamasında değerleme uzmanının davranış yöntemini tanımlamaya odaklanır. Esaslar, davranış kuralları, mülk türleri, standartlar, uygulamalar, kılavuz notları ve araştırma dökümanlarından oluşmaktadır. Standartlar; *Pazar Değeri* ve *Pazar Dışı Değer* olarak iki başlık altında ele alınmaktadır. Uygulamalar ise *finansal raporlama* ve *borç verme* için ayrı olarak ele alınmaktadır. Kılavuz notlarda özellik arz eden ve sorunlarla karşılaşılan değerleme konularında değerleme uzmanına yol gösterici olmak amaçlanmıştır. Gelişmekte olan ülkeleri içeren araştırma notları değerleme kalitesini yükseltme amacıyla eklenmiştir.

Yazım düzeni; standartlar, uygulamalar ve kılavuz notlarında ortak olan bölümler; giriş, kapsam, tanımlar, muhasebe standartları ile ilgisi ve açıklama bölümü yer almaktadır. Standartlarda ve uygulamalarda, tartışma, açıklama yükümlülüğü ve standartlardan ayrılma hükümleri bulunur.

EK4.1. Genel Değerleme Kavram ve İlkeleri

Uluslar Arası Değerleme Standartları (spk seri: VIII, No: 45 ek- tercüme ve ingilizce orijinal Sürüm 7 birlikte incelenmiştir. [http://www. ivsc. org. tr](http://www.ivsc.org.tr)) isimli kaynaklardan faydalanılarak ilgili bölümler anlam bütünlüğünü bozmayacak şekilde özetlenmiştir.

Değerleme yöntem ve tekniklerinin temelleri ile ilgili esasları dünyaya yaymak amacıyla hazırlanmıştır. Tüm değerleme esaslarını tanımlamak yerine değerleme mesleğini tanımayı ve standartları uygulama hakkında fikir vermeyi amaçlamıştır.

EK4.1.1. Arazi ve Mülk Kavramları

Arazi hayatımızı ve varlığımızı etkiler. Arazi ve üzerindeki iyileştirmeler, *gayrimenkul* olarak tanımlanır ve değerlemesi ekonomik bir konudur. *Değer* yararlılığı ve toplumun ihtiyaçlarını karşılama kapasitesi ile ölçülür. Gayrimenkulün eşsizliği, yerinin sabitliği, arzının sınırlı olması değerini etkiler. *Mülkiyet* sahiplikle ilgili tüm menfaat, hak ve faydaları kapsayan hukuki bir tanımdır. *Gayrimenkul* fiziki, *mülkiyet hakkı* sahiplik belirten hukuki bir kavramdır. Gayrimenkul dışındaki hakların sahipliği *kişisel mülkiyet* olarak tanımlanmıştır. Gayrimenkul, varlık ve diğer *değerleme uzmanları* ahlaki ilkeler ve yetkinlikleri belgelenmiş özel bir meslek grubudur. Ekonomik ve sosyal genel güçler fiyat düzeylerinin ve paranın satınalma gücünü değiştirebilir, teknolojik değişiklikler ise arz ve talepte değişiklikler yaparak fiyat hareketlerine sebep olabilirler. Gayrimenkul değerlemesinde arz talep, rekabet, ikame, beklenti gibi ilkelerin etkisi ile mülklerin fayda ve üretkenlikleri, dolayısı ile değerleri değişir.

EK4.1.2. Gayrimenkul, Mülk ve Varlık Kavramları

Fiziki bir varlık olan arazi ve ilaveleri *Gayrimenkul* olarak tanımlanır. Yerel yasalar ile kişisel mülkten ayrı olarak tanımlanmışlardır. *Taşınmaz mülkiyeti* gayrimenkule sahip olma haklarını içerir ve tapu gibi bir delille kanıtlanır. *Kişisel mülkiyet* gayrimenkul dışındaki maddi ve maddi olmayan varlıkları ve sahiplik haklarını içerir. Muhasebedeki *varlıklar* geçmişteki işlemler sonucu işletme tarafından kontrol edilen ve ileride ekonomik fayda sağlaması beklenen kaynaklardır. ekonomik fayda; a) mal üretiminde kullanımla, b) başka varlıkla takas edilerek, c) borç ifası ile, d)hisse sahiplerine dağıtılarak elde edilebilir.

Uluslar arası Finansal Raporlama Standartlarına göre Maddi ve Maddi olmayan varlık tanımlaması. *Cari Varlıklar*; işletme faaliyetlerinde sürekli kullanılmayan varlıklardır. *Cari olmayan varlıklar*; Gayrimenkul, makine ve techizat gibi işletme faaliyetlerinde sürekli kullanılması düşünülen varlıklar ile diğer cari olmayan varlıklar olarak şerefiye gibi maddi olmayan varlıkları kapsar. İşletme varlıkları yatırım varlıklarından farklı olarak faaliyette bulunan işletme için mutlaka gereklidir. Değerleme uzmanları sabit varlıkların mülkiyet haklarıyla ilgilenirler. *Amortisman* terimi değerlemede satış verilerine ulaşamayan varlığın yerine koyma değerinden yıpranma payının düşülmesini ifade ederken, muhasebede faydalı ömrü boyunca gelir düşürücü düzeltmedir.

EK4.1.3. Fiyat, Maliyet, Pazar ve Değer

Fiyat, Maliyet, Pazar ve Değer kavramları farklı bilimlerde farklı anlamlarda kullanıldıkları için değerlendirme alanındaki kullanımı ayrıca tanımlanacaktır. *Fiyat*; mal veya hizmet için arz veya talep veya ödenen tutar için kullanılan terimdir. Satış fiyatı asıl değer in geçmişte ortaya çıkışıdır. *Maliyet*; mal ve hizmet üretmek veya almak için ödenen bedeldir. *Pazar*; fiyat mekanizması ile alıcı ve satıcıların alım satım yaptığı ortamdır. *Değer*; mal veya hizmet için alıcı ve satıcı arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavramdır. Gerçek bir veri olmayıp tanıma göre muhtemel fiyat takdiridir. Çeşitli tür ve tanımları olan değer kavramlarının kullanım öncesi tanımlanması gerekmektedir. Mülk piyasası üzerinde özel bilgilere sahip değerlendirme uzmanları piyasadaki katılımcılar arasında oluşabilecek en uygun fiyatı kestirebilirler. Pazar değeri dışındaki değerlerin kullanım öncesi tanımlanması gerekir. Mülk satılmamış da olsa Pazar değeri tanımı geçerlidir. Bir gayrimenkulün Pazar Değeri işletme veya şahıs açısından değil, piyasa ve endüstri tarafında kabul edilen faydadır. Finansal raporlamada Pazar Değeri ve Pazar Dışı değeri ayrıca tanımlamak gerekir. Mülk alımından sonra ek bir yatırım yapılırsa maliyetine eklenir. Aynı özelliklerde *yenisini yapma maliyeti* veya aynı faydayı sağlayacak *yerine koyma maliyeti* yöntemleriyle mülk için maliyet tahmini yapılır.

EK4.1.4. Pazar Değeri

Pazarın ortak algılama ve tepkilerini yansıtır. *Pazar Değeri*; bir mülkün, istekli alıcı ve satıcı arasında, tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, hiçbir zorlama olmadan, ihtiyatlı, bilgili taraflar olarak uygun bir pazarlama faaliyeti sonrasında değerlendirme tarihinde gerçekleştirecekleri alım satım işleminde el değiştirmesi beklenen takdir edilen tutardır. Belirli bir mülkün, belirli bir tarihte, tanımlı mülkiyet haklarının bir kişi veya işletmece değil, çok sayıda Pazar katılımcılarının faaliyet ve motivasyonu ile Pazar değerinin takdiridir. Taşınmaz mülkiyetin Pazar değerini elde etmek pazarlamasının uzun zaman gerektirmesi, spot piyasası olmaması sebebiyle değerlendirme uzmanına ihtiyaç artmıştır. Makul Pazar değeri benzeri terimler yerine sadece Uluslar arası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) tarafından tanımlanan Pazar değeri kullanılacaktır.

EK4.1.5. En Verimli ve En İyi Kullanım

Arazinin taşınmazlığı nedeniyle parselinin özgün bir yeri vardır. Üzerine yapılan iyileştirmeler ile veya boş olarak değerlemesi yapılabilir. Üzerindeki iyileştirmeler ile en verimli ve en iyi kullanım göz önüne alınarak Pazar değeri takdir edilmelidir. *En verimli ve en iyi kullanım* tanımı; mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak makul, mantıklı ve kabul edilebilir, yasalarca izin verilen ve değerlemesi yapılan mülkü en yüksek

değerine ulaştıran en olası kullanımdır. Kullanımın kabul ediliş sebebi mantıki olarak açıklanmalıdır. Farklı iyileştirmeler için değerlemelerin karşılaştırılmasına imkan verir. Oynak ve belirsizliğin yüksek olduğu piyasalarda geçici kullanım veya ileride en verimli kullanım seçenekleri kabul edilebilir. En verimli ve en iyi kullanım kavramı Pazar Değeri takdirinin temel ve ayrılmaz bir parçasıdır.

EK4.1.6. Yararlılık

Değerleme süreci taşınmaz mülk veya kişisel mülkiyetin fayda ve menfaatlerini tanımlamak ve ölçmektir. *Yararlılık*; menfaat göreceli bir kavramdır. Genelde üretim miktarı ile ölçülür. Mülk değerlemesinde; mülk kullanımı ve piyasada en yüksek menfaatin tek başına veya diğer grup mülklerle birlikte kazanıldığı dikkate alınır. Bağımsız mülklerin değerlemesinde uzman görüşü veya müşteri talimatı dışında piyasadaki diğer müstakil mülkler gibi Pazar Değeri ile tanımlanması gerekir. Fiziki ve işlevsel ilişkisi dolayısı ile alıcıya karşı çekiciliği sebebiyle özel bir değere sahip olabilir. Menfaatler uzun vadeli düşünülürken, ekonomik ve politik sebepler dolayısı ile üretim miktarındaki veya yararlılığındaki değişiklikler özel varsayımlar ve kısıtlamalar ile değerlemede belirtilir. Yararlılığı yoksa belirtilmelidir. Ekonomik ve politik belirsizlikler kapasite ve verimlilik etkileri faaliyetlerin kısa veya uzun süre durdurulması gibi iç ve dış faktörler ışığında değerlendirme incelenmelidir.

EK4.1.7. Diğer Önemli Kavramlar

Pazar değeri ve muhasebe standartlarında kullanılan makul değer genellikle uyumludur. *Makul değer*; bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyat ve yükümlülüklerin yerine getirilmesine esas teşkil edecek olan meblağ anlamındadır. Özel kullanım amaçlı mülklerin parçası oldukları faaliyetten/ işletmeden ayrı olarak satılmaları mümkün değilse, değerlendirme uzmanı piyasa bilgisi için arazi değeri maliyet gibi veri ve mesnetler toplayıp tahminlerini geliştirir ve değer takdirinin esasını açıklar. Normal piyasa koşullarının kesintiye uğradığı, arz ve talep dengesizliklerinde değerlendirme uzmanı Pazar değeri kavram ve tanımını, piyasa bilgilerini ve muhakemesini kullanarak finansal tablo bilgilerindeki varlık yararlılığı ile değerlendirme yapar. Değerleme uzmanı yasa gereği farklı bir Pazar değeri kullanırsa farklılığın etkisini açıklayacaktır. Değerleme raporları değerlemenin kullanım nedenini ve amacını açıklamalı, finansal tablolarda varlığın sınıfı belirtilmelidir. Uluslar arası Değerleme Standartları'na (UDS) bir bütün olarak uyulması gereklidir, zira değerlendirme uzmanlarına ve sonuçlarını kullananlara hizmet gayesi güder.

EK4.1.8. Değerleme Yaklaşımları

Pazar değeri veya tanımlanmış Pazar dışı değer takdiri için kullanılacak *değerleme yaklaşımları* genel kabul görmüş analitik yöntemlerdir. Piyasaya dayalı değerlemeler piyasadan elde edilen verileri kullanarak *ikame prensibini* uygulurlar. Bu prensibe göre; ihtiyatlı bir kişinin eşit derecede mal veya hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden, zaman, risk ve belirsizlik gibi güçlüklerin olmadığı durumda fazlasını ödemeyecektir. En iyi alternatifin en düşük değeri Pazar Değeridir. Pazar temelli değerlendirme yaklaşımları: *Emsal karşılaştırma yaklaşımı*. Benzer mülklerin satışında piyasa verilerini karşılaştırarak değer takdiri yapar. *Gelir indirgeme yaklaşımı*. Gelirleri indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. Net gelir, hasıla veya iskonto oranı dikkate alabilir. İkame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisi sağlayan gelir akışı en olası değerdir. *Maliyet yaklaşımı*. Bu mukayeseli yaklaşım, mülkün satın alınması yerine tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak mülkü inşa edebileceğini dikkate alır.

Pazar dışı temelli değerlemeler de benzer yaklaşımları uygulusalarda Pazar değeri belirlemek dışında amaçları vardır. Örneğin; teklif edilen binaların maliyeti için Pazar Değerinden farklı pazarlık durumunu araştırır. Arazi sahibi bitişik mülk için Pazar değerini aşan, özel alıcı değeri olarak da tanımlanabilecek, ödemek isteyebileceği en yüksek fiyatı belirlemek ister. Yatırımcı özel bir yatırım getirisi oranına dayalı, yatırımcının vermeye razı olduğu fiyatı belirleyerek, Pazar değerinden ziyade yatırım değeri tahminine ulaşır. *Amortisman tabi tutulmuş yerine koyma maliyeti*. Maliyet yaklaşımı esaslı muhasebe kayıtları için özelliği olan varlıklara değer tespit yaklaşımıdır. Değerleme uzmanı yetkinliği, eğitimi, yerel standartlar, piyasa koşulları, kullanılabilir veriler ile uygulayacağı methodları seçerek sonuçları ağırlıklandırarak nihai değeri takdir eder. Farklı mülklerin değerlemesinde içinde bulunulan piyasaya uygun veri kaynaklarının kullanımını gerektirir.

EK4.2. Davranış Kuralları

UDS'na uygun, değerlendirme işlemleri, dürüst ve ehil değerlendirme uzmanları tarafından yazılmış, peşin hüküm içermeyen, tüm konuları açıklayan ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan değerlendirme raporlarıdır. UDS'na uygun değerlendirme uzmanı bu davranış kurallarına uymakla mükelleftir. Bu kurallar yasaları, kural, tüzük ve yönetmelikleri tamamlayıcıdır. Bu raporlar kaliteli, ehliyetli, deneyimli, ahlaka uygun genel kabul görmüş uzmanlar tarafından hazırlanabilirler.

Varsayımlar; gerçek kabul edilen takdirlerdir. Değerlemenin konusunu, yaklaşımı etkileyen olay, koşul ve durumları dikkate alan varsayımlar makul olmalıdır. Pazar değerinin tanımı varsayımlar içerir. Kısıtlayıcı koşullar; müşteriler, uzman ve

yasalar tarafından konur. Değerleme uzmanı; kalite, ehliyet ve deneyime sahip lisans sahibi kişidir. Akademik eğitimi, Pazar ve varlık kategorisinde deneyim ve becerisi, gerekli method ve teknikleri bilen, anlayan, kullanabilen, profesyonel kurum üyesi ve eğitim programlarını takip eden, yasa uyarınca bağımsız bir kuruluş tarafından verilen lisansa sahip olan kişidir. İç değerleme uzmanı varlık sahibi işletmenin çalışanı olarak kamuya yapılacak açıklamalar dolayısı ile bağımsız değerleme uzmanının yerini tutamayabilir. Dış değerleme uzmanı müşteri şirketle maddi bir bağı olmayan kişidir. UDS'na göre tarafsızlık, mesleki objektiflik, açıklık ve bağımsızlık şartlarına uymalıdır.

EK4.2.1. Ahlaki İlkeler

Dürüst ve doğru davranmak zorundadırlar. Dürüstlük; yanıltıcı, aldatıcı davranmamak, hukuka uygun davranmak, sahip olmadığı nitelikleri taşıyormuş iddiasında bulunmamaktır. Çıkar çatışmalarını önlemek için ilgili tarafların yazılı izni olmadan birden fazla tarafın işini yapmamalı, görev çatışması olmaması için makul önlemleri almalı ve gelişmeleri derhal açıklamalıdır. İşlerini gizlilik içinde ihtiyatla yapmalı, müşterinin hassas bilgilerini yasal talepler dışında açıklamalıdır. Tarafsızlık; görevini bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarlarını gözetmeksizin yapmalı, önceden belirlenmiş sonuçları kabul etmemeli, başka taraflardan sağlanan bilgileri doğrulamalı, makul varsayımları raporunda belirtmelidir.

EK4.2.2. Yetkinlik

Bilgi beceri ve deneyime sahip olmalıdır. Talimatları ve görevi kabul etmeden problemleri saptamalı, ilgili ülkenin pazar güçleri, dili ve yasaları hakkında deneyim ve bilgi sahibi olmalıdır. Dışarıdan yardım alırken gerekli beceri ve ahlaki ilkelere uygunluğa bakmalı, müşteri onayını almalıdır. Verimlilik ve titizlik için zamanında hareket etmeli, şartlar; kaliteli, makul sürede bitirilmesini engellediğinde talimatları geri çevirmelidir. Talimatları müşteriden yazılı almalı, kullanılan analiz verilerinin doğruluğunu sorgulamalı, rapor ile ilgili tüm çalışma notlarını içeren dosya hazırlamalı ve beş yıl saklamalıdır.

EK4.2.3. Davranış Kuralları Açıklama

Analizlerini, görüşlerini ve sonuçları açıklayan bir rapor ile iletmelidir. Görev kapsamı, amacı, ne için kullanılacağı, varsayımlar, kısıtlayıcı durumlar ve hesaplanan değer üzerindeki etkileri açıklamalıdır. Görev, sonuçlar ve şartlar belirtilmelidir. Muhtemel çıkar çatışmasını açıklamalıdır. İç değerleme uzmanıysa müşteriyle ilişkisini tanımlamalıdır. Dış değerleme uzmanıysa tarafsızlığını koruyabilmek için müşterinin

ücretli elemanı ise açıklamalıdır. Hizmet kalitesine getirilen kısıtlama mutlaka belirtilmelidir. Kamuya açıklanacak bilgiler için uzman sınırlama getirebilir. UDS'dan sapmaları açıklamalıdır. Standartlar durumlar hakkında genellemeler içerir. Makul şartlar altında ahlaki ilkeler ve yetkinlik ölçülerinde standartlardan sapmaların mantığı açıklanmalıdır

EK4.2.4. Değerlerin Rapor Edilmesi

Değerleme Uzmanının kimliği ve raporun tarihi, müşterinin kimliği, talimatlar, değer takdirinin tarihi, değerlemenin amacı ve ne için kullanılacağı, değer tipi ve tanımı ile birlikte değerlemenin temeli, değerlendirilecek varlıkların mahiyeti, tasarruf hakkı ve yerleri, araştırmanın tarihi ve boyutu, değerleme çalışmasının kapsam ve boyutu, varsayımlar ve kısıtlayıcı durumlar ile özel, alışılmamış, olağanüstü varsayımlar, değerlemenin bu standartlara uygunluk ifadesi, Değerleme Uzmanının mesleki ehliyeti ve imzası ile belirlenir. Değerlemenin kullanımı ve mülkün karmaşıklığı detay derecesini belirler. Bu bölüm bir soruşturma değil, olması gereken asgari hususlardır.

EK4.3. Mülkiyet Türleri

Taşınmaz mülkiyeti dünyadaki servetlerin önemli bir kısmını temsil eder. Mülkleri; taşınmaz mülk, kişisel mülk, şirket ve finansal haklar grupları altında toplayabiliriz.

EK4.3.1. Taşınmaz Mülkiyeti

Taşınmaz mülkiyeti gayrimenkul üzerindeki haktır. Bu hak tapu senedi veya kira sözleşmesi gibi resmi bir belge üzerine kaydedilmiştir. Mülkiyet gayrimenkulden ayrı, maddi varlığı temsil eden, hukuki bir kavramdır. Taşınmaz terimi kişisel mülkiyet kavramından farklı olduğunu belirtmek için kullanılmıştır.

Sahipliğin getirdiği haklar demetindeki bazı haklar ayrılarak (kiralamak gibi) devredilebilir. Taşınmaz üzerindeki haklar yasal gayrimenkul mülkiyetinden doğar. Devlet tarafından getirilen vergilendirme, zorunlu iktisap (kamulaştırma), mevzuat (imar planı) muteber varisin olmaması gibi harici kısıtlamalar vardır. Devletin koyduğu kısıtlamalar *mutlak mülkiyet* olarak bilinir. *Kiralamalar*; ile mal sahibi mülkiyet haklarını sürdürürken kullanma ve yerleşme hakkı gibi haklarını sözleşme ile devredebilir. Alt kiracı hakkı kiracının haklarını üçüncü kişilere aktarmasını sağlar. Değerleme uzmanı kira sözleşmesindeki hüküm ve koşulların mülkün değerine etkisini incelemelidir. Haklar üzerine devlet dışında tapu kısıtlamaları ve kısıtlayıcı akitler ile başka kısıtlamalar da getirilebilir. İrtifak hakkı mülkiyet hakkı vermez, yararlanma hakkı verir. Geçiş hakkı geçiş imkanı verir. Diğer mülki ve finansal haklar taşınmaz mülkiyeti ile

ilişkilendirilebilir. Kısmi haklar mülkiyet hakkının bölünmesi ile oluşturulur. Yeddiemin altında güvence altındaki lehdar hakkı vardır. Menkul kıymet ve finansal haklar finansman temin etmek amacıyla mülkün teminat olarak verildiği finansal haklardır.

Taşınmaz mülk muhasebede duran veya uzun vadeli varlık kategorisine girer. Satılmak üzere dönen varlıklarda izlenebilir. *Varlık*; bir gayrimenkul üzerinde sahip olunan hak ve menfaattir. Örneğin taşınmaz mülkiyet bir varlıktır. Değerlemesi yapılan gayrimenkul değil sahiplik hakkıdır. Bir varlığın sahipliği piyasada alınıp satılıyorsa, piyasa katılımcıları gayrimenkuldeki belirli hakların sahipliğine belirli bir değer atfedebilirler. Bu değerler Pazar Değerinin takdirinde objektif bir temel oluştururlar.

Değerleme yapılmasının nedenleri; finansal raporlama, mülkiyet devri, ipotek teminatlı krediler, davalar, vergi konuları, danışmanlık ve yatırım kararlarıdır. Finansal tablolardaki ilgili hesaplara fiyat veya cari değer değişimlerinin etkilerini yansıtmak üzere sabit kıymet değerlemeleri yapılır. Alıcıya alış fiyatı teklifi, satıcının makul satış fiyatı belirlemesi veya birkaç mülkün birleştirilmesi veya yeniden düzenlenmesine dayanak oluşturmak için değerlemeler yapılır. İpotek kredisi, mülkün teminat gösterilmesi ve sigorta işlemlerinde değerlemeler yapılır. Zorunlu devir, kısmi haklar ve sözleşmelerle ilgili davalarda değerlemeler yapılır. Vergi değeri, uygun amortisman takdiri, veraset vergisi için değerlemeler yapılır. Yatırımcılar, sigortacılar, alacak taleplerini uzlaştıranlar, mezat şirketleri, bölge planlaması kuruluşları piyasa ve fizibilite analizi için, yeni çıkarılan hisselerin defter değerinin belirlenmesi için değerlemeler yapılır.

Mülkiyet hakkını değerlemede mülkün özellikleri belirlenmelidir. Konumu, maddi ve hukuki tanımı, ekonomik ve gelir getirici nitelikleri, mülkiyet haklarının özellikleri, değerlemeye dahil edilen kişisel mülkiyet, ticari demirbaş, maddi olmayan varlıklar, bilinen irtifak hakları, kısıtlamalar, yükümlülükler, sözleşmeler, büyük bir arazi parselinin kısmi olup olmadığı gibi özellikleri değeri etkiler.

Taşınmaz mülkiyeti aşağıdaki özel durumlardan etkilenebilir. Hakların birleştirilmesi, ayrıştırılması, bölge planlaması, altyapı iyileştirmeleri, Pazar değeri takdirinin zor olduğu; zayıf talep, aşırı arz, çok az satış işlemleri dikkate alınmalıdır.

EK4.3.2. Değerleme Yaklaşımları

Mülkün değerlemesinde genellikle emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları ve bu yaklaşımlarla bağlantılı methodlar uygulanır. En az iki yaklaşım uygulanarak methodların sonuçlarının tutarlılığı analiz edilir. Her üç yaklaşım da, pekçok emsal mal, eşya ve hizmetin bulunduğu ortamda, fiyatı en düşük olanın en çok talep toplayıp ve en fazla yaygınlaşacağını savunan *ikame ilkesine* dayanır.

Emsal karşılaştırma yaklaşımında gayrimenkul ile rekabet eden mülklere genel olarak ödenen fiyatların incelenmesi ile Pazar Değerinin sınırları belirlenir. Satışlar tarafların istekli olduklarından emin olmak için araştırılmalıdır. Son zamanlarda piyasada benzeri mülklerin satış fiyatlarıyla karşılaştırılabilir. Emsal karşılaştırmada hakların kıyas konusu mülklerde aynı olmasına dikkat edilmeli, değilse uygun ayarlamalar yapılmalıdır. Emsal karşılaştırma yaklaşımı Pazar verilerinin yeterli olduğu durumlarda ikna edicidir. Elde edilen veriler gelir indirgemesi ve maliyet yaklaşımlarına da uygulanabilir. Emsal karşılaştırmasının güvenilirliği hızlı değişme ve şiddetli çalkantıların olduğu piyasalarda ve nadiren satılan özellikli mülklerin değerlendirmesinde sınırlı kalabilir.

Gelir indirgeme yaklaşımında Pazar değeri gelir yaratma kapasitesiyle ölçülür. Değerin gelecekte elde edilmesi beklenen faydalara göre belirlendiği *beklentiler ilkesine* dayanır. Mülkten elde edilecek net (işletme) gelirini belirlemek için mukayeseli gelir ve harcama verileri kullanılır. İndirgeme, tek bir yılın gelirine tek bir oran (genel indirgeme oranı veya tüm risklere ilişkin getiri oranı) uygulanarak veya bir getiri veya iskonto oranının (yatırım getirisi ölçümelerini yansıtan) belirli bir zaman dilimi içerisindeki bir dizi gelirlere uygulanmasıyla yapılır. Yatırımcılar yatırımın getirisine odaklandıkları için, gelir indirgemesinde değer takdirinin temelini oluşturan varsayımlar, alternatif finansal yatırımların performansı ile karşılaştırılabilir. Sermaye paylarının tamamına sahip olunan kiralanan mülklerin değer tespitinde kullanılırlar.

Maliyet yaklaşımında arazinin alınması ve eşit faydaya sahip yeni inşa edilmesi veya gecikmeden kaynaklanan aşırı maliyete katlanmadan eskinin uyarlanarak kullanılmasında çıkacak maliyet takdir edilir. Girişimci payı ve müteahhidin kar / zararı maliyete eklenir. Eskiye kalemlere ilişkin amortisman tahminleri geliştirilir. Maliyet yaklaşımı mutlak mülkiyet değerini temsil eder. Gayrimenkul kiraya verilmişse kısmi hakları yansıtacak ayarlamalar yapılmalıdır.

EK4.3.3. Kişisel Mülkiyet

Kişisel mülkiyet gayrimenkul dışındaki kalemler üzerindeki sahiplik hakkını ifade eder. Bu kalemler taşınabilir eşyalar gibi maddi veya patent, alacak gibi maddi olmayan varlıklar olabilir.

Varlıklar üzerindeki haklar kişisel mülkiyettir. Örneğin; tanımlanabilir, taşınabilir, maddi cisim ve eşyalar, şirketin dönen varlıkları, ticari stoklarına sahiplik gibi. Kiracıya ait demirbaşlar menkul demirbaşlar olarak bilinir, kira kontratı bitiminde kiracı tarafından kaldırılabilir veya bunlardan dolayı tazminata hak kazanılabilir. Bazı ülkelerdeki tesis ve fabrikalar ise kişisel mülkiyet olarak kabul edilebilir. Net işletme

sermayesi ve menkul kıymetler ya da net cari varlıklar; likit varlıklar toplamından kısa vadeli yükümlülüklerin çıkarılmasıyla bulunur. Net işletme sermayesi, nakit, pazarlanabilir menkul kıymetler ve likit işletme malzemelerinden satıcılar hesabı ve kısa vadeli krediler gibi cari borçların düşülmesiyle bulunan tutarları kapsar. Maddi olmayan varlıklara, bir borcun tanzim hakkı, bir fıkirden kar elde etme hakkı örnek gösterilebilir.

Değerlemede taşınmaz mülkiyet ile kişisel mülkler ayırt edilebilmeli ve etkisi dikkate alınmalıdır. Kişisel mülkiyetin değerlemesi ana görevin bir parçasıysa değer tanımı ve amacıyla uyum içerisinde olmalıdır. Kişisel mülkiyet Pazar Değerine, Hurda Değerine veya Tasfiye Değerine göre değerlendirilebilir. Vergilendirme ve kamulaştırma gibi amaçlarla değerlendirme işlemlerinde gayrimenkul ile kişisel mülkiyet ayrılabilir. Şirket varlıklarının değerlemesinde faaliyette olan bir şirketin parçası mı ayrı varlıklar olarak mı değerlendirilmesi gerektiği önemlidir. Değerleme uzmanı yerel uygulamalarda varlığın kişisel mülkiyet veya gayrimenkul mülkiyeti oluşuna aşina olmalıdır. Güvenli sabitlenmiş bir kişisel mülkiyet kaldırmadığı için gayrimenkul mülkiyetine dönüşebilir. Üç değerlendirme yaklaşımında kullanılan teknik de kişisel mülkiyet değerlemesinde uygulanabilir. Değerleme uzmanı mülkün bünyesinde bulunan kişisel mülkiyetin değer düşüklüğünü değerlemede dikkate almalıdır. Değerleme uzmanı gerektiğinde kişisel mülkiyetin değerini olumsuz etkileyen fiziki bozulma derecesini belirlemek zorundadır.

EK4.3.4. Şirket

Bir *şirket*, ticaret, üretim, hizmet veya yatırım varlığı olarak ekonomik bir faaliyet yapmaya çalışır. *Faal işletme*, mal ve hizmet üreterek, satarak, ticaretini yaparak ekonomik faaliyette bulunan bir şirkettir. *İşletmenin sürekliliğiyle* ise şirketlerin görülebilir gelecekte faal işletme olmaya devam edeceği, tasfiye niyetlerinin olmadığı kastedilmektedir. Şirketler tüzel kişilik olarak kurulurlar. Anonim ortaklı olabilir, olmayabilir. Anonim ortaklık olmayan şirketler; şahıs şirketleri, iş ortaklıkları, limited şirketler gibi. Anonim ortaklıklar ikiye ayrılabilir. Hisseleri az sayıda ortağın elinde bulunan ve borsada işlem görmeyen halka kapalı şirketler ve hisselerine çok sayıda ortağın sahip olduğu halka açık ve borsada işlem gören şirketler. Kontrolün bireysel yada kurumsal yeddieminlerin elinde bulunduğu ana ortaklıkla bağlı ortak veya iştirak gibi *çoklu işletmeler* vardır. Şirketler hem özel hem de kamu sektöründe son derece geniş bir alanda ekonomik faaliyette bulunurlar. *Yatırım veya holding şirketleri*, gayrimenkul ve tarım şirketlerini de içeren bağlı ortaklıklarında hisse sahipliği yoluyla kontrolü ellerinde tutarlar. *Şirket ile ilişkili gayrimenkuller veya faal işletmeler Pazar Değeri üzerinden değerlendirilirler*. Pazar değeri arazi, bina, kişisel taşınabilirler, maddi olmayan varlıklar ve

şirketin kendisinde oluşan değer unsurlarını içerir. Genel olarak piyasada bir paket olarak satılması nedeniyle unsurların tespitine dikkat edilmesi gerekir.

Muhasebede maddi ve maddi olmayan varlıklar şirketin aktifinde yer alır. Maddi varlıklara dönen varlıklar ile taşınmazlar, demirbaşlar, techizat ve maddi kişisel mülkler gibi duran varlıklar dahildir. Kişisel taşınmaz mülkiyeti olarak kabul edilen maddi olmayan varlıklara yönetim becerileri, pazarlama bilgi birikimi, kredi derecesi, bir araya getirilmiş iş gücü, çalışan bir fabrika, şerefiye ve sahip olunan çeşitli yasal haklar ve araçlar (patent, telif hakları, imtiyazlar ve sözleşmeler vb.) dahildir. Şerefiyenin iki bileşeni vardır. Varlığın satılması ile yeni sahibine geçen bileşen ve şirket sahibi ile ilişkili kişisel şerefiye bileşeni.

Şirket değerlemesi şu sebeplerle yapılır. Şirketin ele geçirilmesi, elden çıkarılması, şirket birleşmeleri veya hissedarların şirkette sahip oldukları sermayenin değerinin takdir edilmesi. Şirketin çeşitli varlıklarının kullanım değerini belirlemek, şirketteki duran varlıkların eskime derecelerini takdir etmek. Şirket değerlemeleri şirketin Pazar değerine dayandırılabilir ancak Pazar değeri mutlaka kullanım değerine eşit olmayabilir. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile yapılan değerlemeler genellikle kullanım değerine dayandırılır. Değerleme uzmanı, değerlemesi yapılan şirketi (faal işletme, holding şirketi, özel amaçlı ticari şirket, vb.) ortaklık haklarını veya menkul kıymetleri (halka kapalı veya açık, vb.) açık bir şekilde tanımlamalıdır. Sahiplik hakları bölünmemiş, hissedarlar arasında bölünmüş ve / veya çoğunluk veya azınlık hisseleriyle ilgili olabilir. Değerleme uzmanı, şirket şeklinde ortaklık şeklinde veya bireysel mal sahipliği şeklinde elde tutulan sahiplik haklarıyla ilgili hakları, ayrıcalık ve kısıtlamaları dikkate almalıdır.

Şirket değerlemelerinde üç yaklaşım uygulanır. Değerleme uzmanı iki veya daha fazla yaklaşım ve ilgili yöntemden elde edilen göstergeler arasındaki uyumu sağlar. *Emsal karşılaştırma yaklaşımı* şirketi; benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Karşılaştırılan şirketler aynı sektörde olmalı ve aynı ekonomik değişkenlere bağlı olmalıdır. Tipik veri kaynakları; şirketlerin yekpare olarak alınıp satıldığı toplu işlem pazarları, söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve benzer şirketlere ait sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır. *Gelir indirgeme yaklaşımında*, beklenen büyüme ve zamanlama, ilişkili riskler ve paranın zaman değeri göz önüne alınarak takdir edilen gelir veya faydaların bugünkü değerini hesaplar. Gelir, temsili gelir seviyesinin doğrudan aktifleştirilmesi veya indirgenmiş nakit akımları analizi veya gelecekteki bir zaman dizisi için takdir edilen nakit girdilerine

iskonto oranı uygulanarak bugünkü değerine çevrildiği temettü iskonto yöntemi uygulanarak değer göstergesi haline çevrilir. *Varlık esaslı yaklaşımda*, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile değerlendirilen bir faal şirket ile ilgili bir görevde bu yaklaşım kullanıldığında elde edilen değer, diğer yaklaşımın veya yaklaşımların değer takdirleri ile beraber dikkate alınmalıdır.

EK4.3.5. Finansal Haklar

Şirket veya gayrimenkuldeki hakların bölüştürülmesiyle, alım hakkı, gayrimenkullerin bir havuzda teminat altına alınarak yatırım aracı oluşturulması mümkündür. Sahiplik hakları sınırlı veya sınırsız sorumluluk, sendikasyon ve iş ortaklıkları şeklinde ortaya çıkabilir. *Opsiyon* bir gayrimenkulü bir süre için bir fiyattan alma hakkı veren anlaşmadır. Menkul kıymet, borç ve özsermaye teminat altına alınabilir. Finansal haklar maddi olmayan varlıklardır. Şirket veya mülkü yönetme hakkı gibi sahip olmakla kazanılan haklar, alım opsiyonu tanıyan sözleşme veya ihraç edilmiş menkul kıymete sahip olma hakkı olabilir. Ortaklığın değerini hesaplamak, opsiyon değerini belirlemek için ve halka açılma öncesi değerlendirme yapılır. Uluslar arası muhasebe standartlarında finansal araçlar; sözleşmeden doğan finansal varlıklar, yükümlülükler dışında türev araçları da içeren finansal araçlar ve hisse senetleri gibi öz sermaye araçları olarak tanımlanır. Sendikasyon veya ortaklıklarda hakların toplamı bireysel haklardan büyük veya küçük olabilir. Değerleme uzmanı ayrılmış veya bütün olsun, azınlık veya çoğunluk haklarını dikkate almalıdır. Değerlemede üç yaklaşım da kullanılabilir. Emsal karşılaştırma yaklaşımında taşınmaz mülk dışındaki kalemler dikkate alınmalıdır. Sınırlı ortaklık hakkında gelir, özel finansman, yönetim gibi kalemler ile alım opsiyonunda nihai işlem fiyatındaki kaldıraç etkisi ve teminatların ticaretinin yapıldığı piyasalarda değerlemesinin yapılması gerekir.

EK4.4. Uluslar Arası Değerleme Standartlarına Giriş

Değerlemenin Gelişimi ve Açıklanması: Pazar ve Pazar dışı değer esaslı değer. En temel seviyede, *değer* herhangi bir ürün, hizmet veya mal ile ilişkili dört etkenin birbirleriyle olan ilişkisine göre oluşturulur ve sürdürülür. Bu faktörler; *fayda*, *kıtlık*, *cazibe* ve *satılma gücüdür*. Arz; fayda ve cazibeden etkilenir, kıtlık ve satılma gücü kontrolüyle sınırlanır. *Talep* de faydayla oluşur, kıtlık ve cazibeden etkilenir, satılma gücündeki kısıtlamalarla sınırlanır. Fayda ve kıtlık arz ile ilgili faktör, istek ve satılma taleple ilgili faktördür.

EK4.4.1. Pazarlar

Herhangi bir kısıtlama olmaksızın *Pazar*, fiyat mekanizması aracılığıyla alıcılar ve satıcıların alım satım yaptığı ortamdır. *Arz ve talep ilkesi*; fiyatın malın arzı ile ters orantılı ve malın talebiyle doğru orantılı olarak değiştiğini belirtmektedir. *Arz*; satışa ve kiralamaya çıkartılan mülkiyet haklarının miktarıdır. *Talep* ise; belirli tipteki mülkiyet hakları için talepte bulunması olası alıcı ve kiracıların sayısından oluşmaktadır.

EK4.4.2. Fiyat, Maliyet, Değer

Fiyat değiş tokuş ile ilişkiliyken, *maliyet* üretim masraflarını yansıtmakta, *değer* tarafların anlaşabilecekleri olası fiyat anlamına gelmektedir. Fiyat; değiş tokuşa ilişkin bir kavramdır. İşlem gerçekleştirildikten sonra tarihsel bir gerçek olur. Ödenen fiyat, arz ile talebin kesiştiği noktayı temsil eder. Maliyet, üretmek için gerekli olan tutar olarak, mal tamamlandıktan sonra tarihsel bir gerçektir. Değer, tarafların uzlaşmaya varacakları varsayımsal fiyatı temsil etmektedir. Gerçeklik değil, olası bir fiyatın takdiridir. Bir mal veya hizmetin değeri, pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilir olmanın yanı sıra, alternatif ekonomik faydasından veya kendisiyle ilişkili fonksiyonlardan kaynaklanabilir, istisnai veya olağandışı Pazar koşullarını yansıtabilir. Farklı taraflar mantıki ve geçerli sebeplerle aynı mülke farklı değerler atfedebilirler. Alternatif değerlerin bakış açısını yansıtan özel değer tanımları geliştirilmiştir. Bu nedenle değer terimi her zaman uygun bir tanımla nitelenerek kullanılmalıdır.

EK4.4.3. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

Pazar değeri kavramı, Pazar katılımcılarının toplu algılamalarına ve davranışlarına bağlıdır. Değer üzerinde etkili olan pazardaki muhtelif faktörler, kendine has veya Pazar dışı etkenlerden ayrılır. Mülkün Pazar değeri esaslı değerlemeleri, pazarın Pazar dışı etkenlerce sınırlanmadığını varsayar. Pazar değeri esaslı değerlemelerde, Pazar değeri tanımı belirtilmelidir. Mülkün en verimli ve en iyi kullanımı veya en olası kullanımı belirlenmelidir, çünkü bu kullanım, mülkün değerinin belirlenmesindeki en önemli etkidir. Pazara özel veriler katılımcıların davranışlarını yansıtmaya çalışan yöntem ve methodlar vasıtasıyla geliştirilmektedir. Pazar esaslı değerlemeler, değere, emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir. Mülklerin pazar dışı esaslara göre değerlemesinde, katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade ekonomik faydaları ve fonksiyonlarını yada istisnai veya olağanüstü Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar kullanılır. Uygulanan değer tanımı yer almalıdır. Örneğin, kullanım değeri, işletme değeri. Değerleme raporunda bu tanımlanan değer Pazar değeri gibi yorumlanmamasını

sağlamalıdır. Makul ölçülerde bir değer için uygun yöntemler kullanılmalı ve yeterli miktarda veri analiz edilmelidir.

EK4.4.4. Değerleme Sonuçlarının İletilmesi

Raporun içeriği ve sunumu, değerın müşterilere iletilmesi, değerleme esas / değer tanımı, amacı ve dayandığı tüm varsayımlar ve kısıtlamalar tespit edilmelidir. Sonuca erişmek için kullanılan süreçler ve veriler sağlanır. Rapordaki bilgiler; Uzmanın adı, değer takdirinin geçerli olduğu tarih, mülk, mülkiyet hakları ve menfaatler, değerleme ve raporunun tarihleri, incelemenin kapsamı, standartların uygulanabilirliği ve gerekli açıklamalar.

EK4.5. Pazar Değeri Standardı

Uluslar arası Değerleme Standartları (Uds) 1 Pazar Değeri Esaslı Değerleme Standardı

Amacı; Pazar değerinin ortak tanımını belirtmek, değerlemenin amacının ve planlanan kullanımının Pazar değerinin tahmin edilmesi olduğunu belirtmektedir. Pazar Değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş mülkün tutarının bir temsilidir. En verimli ve en iyi kullanımı veya en olası kullanımı mülkün mevcut veya alternatif kullanımı olabilir. Mülkün piyasada işlem görebileceği koşulları yansıtan değerleme yaklaşımları ve prosedürler; emsal karşılaştırma, indirgenmiş nakit akımını da içeren gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımlarıdır. Uygulanmaları halinde piyasadın elde edilen kriterleri esas aldıklarında satış karşılaştırmaları pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. Piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve piyasadın elde edilen geri dönüş oranlarını esas almalıdır. Maliyet ve birikmiş amortisman piyasa esaslı tahminlerden elde edilmelidir. Veri kullanılabilirliği ve mülkün kendisiyle ilişkili durumlar değerleme yöntemini belirleyecektir. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri karşılaştırmalı bir yaklaşımdır.

Kapsam ve Tanım

Gayrimenkuller ve ilişkili unsurlar mülkün Pazar değeri düşünüldüğünde piyasada satılıyormuş gibi düşünülmesini gerektirir.

Pazar Değeri, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli alıcı ve satıcı arasında, herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerleme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Tanımın Finansal tablolara uyarlanmasında mülk yerine varlık düşünülebilir. “*Tahmini tutar...*”; Pazar değeri, değerlendirme tarihinde taraflar arasında özel sınırlama ve imtiyazlar içermeyen para cinsinde elde edilebilecek en iyi fiyattır. “*...bir mülkün el değiştirmesi...*” önceden tespit edilen fiili satış fiyatı değildir. “*...değerleme tarihinde...*” geçmişte veya gelecekte değil, etkin Pazar durumunu yansıtan anlamındadır. “*...istekli bir alıcıyla...*” motivasyonu olan, zorunlu olmayan birisi, cari piyasanın gerçeklerine bağlı olarak ve beklentileriyle hareket ederek anlamındadır. “*...istekli bir satıcı...*” çok istekli veya satmak zorunda olmayan anlamındadır. “*...tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında...*” fiyat seviyesi piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan ana ve bağlı ortaklık arasındaki gibi özel nitelikli olmayan, bağımsız taraflar arasındaki anlaşmadır. “*...uygun bir pazarlamanın ardından...*” en uygun fiyat seviyesinden piyasaya en uygun şekilde sunulması demektir. “*...tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri...*” tarafların mülkün özellikleri ve niteliği, fiili ve potansiyel kullanım alanları, piyasa durumu hakkında bilgili ve kendi çıkarları doğrultusunda mantıklı oldukları varsayılmaktadır. “*...ve baskı altında olmaksızın...*” yeterli motivasyona sahip oldukları ancak zorlanmadıkları anlamındadır. Satış veya satınalma maliyetleri veya ilişkili vergi olmadığı varsayılmaktadır. *En verimli ve en iyi kullanım.* Mülkün fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleşebilir demektir.

Muhasebe Standartları İle İlgisi

Finansal Raporlama için değerlendirme Uluslar arası değerlendirme uygulaması 1 ile birlikte düşünülmelidir. Duran varlıkların makul değeri, genelde Pazar değeridir. Muhasebeciler ile değişimli kullanılan kavramlar için UDS1, UDS2 ve UDU1 deki terimler birlikte ele alınmalıdır.

Standartların Açıklanması

Standartlar genel kabul görmüş değerlendirme ilkelerine uygun olması için bu dökümanın tümüne uygun hazırlanmalıdır. Pazar değeri tahmini raporlaması yapılırken, yanlış anlaşılmaya yol açmayacak şekilde, pazardan elde edilen verilere göre, uygun yöntem ve teknikleri kullanarak, rapordaki verileri, sebep-sonuç ilişkilerini, analizleri ve varılan sonuçları açıklayarak, UDS3 raporlamaya uygun olarak, değer tanımı, değerlemenin amacı ve planlanan kullanımı, yürürlük ve rapor tarihi, mülk, mülkiyet hakları, çalışmanın kapsamı, esas alınan varsayımlar ve sınırlamalar, uygulamanın sebep ve sonuçları, uzmanın tarafsızlığı, önyargısız hazırlandığı ve ücretlendirmeye bağlı olmadığını belirtecektir.

Tartışma

Pazar değeri kavramı ve tanımı temel niteliklidir. Fiili işleme bağlı değil, koşullar çerçevesinde satışın gerçekleşeceği fiyatın tahminidir. Tarafların pazardaki alternatifleri araştırmak ve sözleşmeler için yeterli zamanlarının olduğu varsayılır. Açık ve rekabetçi bir Pazar; uluslar arası veya yerel, birçok veya sınırlı alıcı ve satıcıdan oluşacak tanımı itibariyle kısıtlı ve sınırlı olmayan bir pazardır. Pazar değerlemeleri karşılaştırılabilir özellikleri esas alır. Uzman; verileri sorgular, analizler yapar. Mülkün niteliği veya karşılaştırılabilir pazar verilerinin sınırlı olması durumunda Pazar değerinin pazar kanıtlarına dayanmadığı, değerlendirme uzmanının vardığı kararı esas aldığı belirtilmelidir. Mevcut verilerin Pazar değerini ve kriterleri karşılayıp karşılamadığı belirtilmelidir. Pazar, koşullara veya ekonomik hızlı değişim, dengesiz ve düzensiz Pazar verilerine sebep oluyorsa değerlendirme uzmanı bu verileri dikkate almamalıdır. Zayıf ve fiyatların sürekli düştüğü pazarlarda verilere hak ettiği değer verilmelidir. Pazar geçiş dönemlerinde garantisi olmayan varsayımlarda bulunulursa sonuçlar raporlarda açıklanmalıdır. Mülkün makul süre, hedef kitleye, açık pazarda yeterince sunulacağı varsayılır. Duran varlıklar menkul kıymetlerin pazarlarına kıyasla daha az resmi ve daha yetersiz pazarlarda satılırlar. Gayrimenkul şirketi portföydeki varlıkları tek tek elden çıkarması durumunda Pazar değeri daha fazla veya az olabilir. Değerlemenin amacı, planlanan kullanımı, finansal tablolarda hangi sınıfa ait olduğu belirtilmelidir. Pazar değeri arazi değerini aşan yıkım maliyetli mülklerde istisnai olarak eksi değer olabilir.

Açıklama Yükümlülüğü

Rapor yanıltıcı olmamalıdır. Pazar değeri tanımı, planlanan kullanım amacı ve en verimli ve en iyi kullanımı ve tüm önemli varsayımlar açıklanmalıdır. Bulgularını, görüşlerini ve sonuçlarını yorumlamalıdır. Alternatif değerlerin Pazar değerini temsil edecek şekilde yorumlanmaması sağlanacaktır. Kurumun kendi değerlendirme uzmanı kurumla ilişkinin niteliğini açıklamalıdır. Her tür standarttan sapma belirtilmelidir.

EK4.6. Pazar Dışı Değer Standardı

Uluslar arası Değerleme Standartları (Uds) 2 Pazar Dışı Değer Esaslı Değerleme Standardı

Pazar değeri dışındaki değer esaslarını belirlemek ve açıklamak ve uygulanmasına yönelik standartları tesis etmek ve bu esasları Pazar değerinden ayırt etmek amacıyla hazırlanmıştır. Uluslar arası değerlendirme standartları 1 (UDU1) Finansal raporlama için değerlemede bahsedilen varlık değerlemelerinin önemli bir kısmı Pazar değerini içerse de uzman ve kullanıcıların Pazar değeri ve Pazar değeri dışı değer esaslı

değerlemeler arasındaki farkı anlamaları gerekir. Doğru esasların seçildiğinden ve yanlış yönlendirilebilecek durumlardan kaçınıldığından emin olmalıdır.

Kullanım değeri; mülkün, belirli bir kullanıcı için, bir parçasını oluşturduğu kuruma, yaptığı katkı ile belirli bir kullanıma yönelik sahip olduğu değerdir, Pazar ile ilişkili değildir. Kullanım değerinin muhasebedeki tanımı varlığın süregelen kullanımından ve ömrü sonunda elden çıkarılmasından beklenen gelecekteki nakit akışlarının şimdiki değeridir. *Yatırım değeri* mülkün belirli bir yatırımcıya hedefleri doğrultusunda ifade ettiği değerdir. Özel değer ile ilişkilidir. *Faal işletme değeri*; faaliyetlerini sürdüren bir kuruluşun toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. *Tasfiye veya zorunlu değeri*; pazarlama süresi kısa veya gönülsüz satıcı ve satıcının bu dezavantajını bilen alıcı durumunda elde edilecek tutardır. *Özel değer*; başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanan olağanüstü bir değer unsurunu ifade eder. Özel değer sadece özel bir çıkarı olan alıcıya uygulanabilir. *Birleşme değeri*; hakların birleştirilmesinden kaynaklanan değer artışı ifade eder. Her tür özel varsayımı açık bir şekilde belirtmek gerekir. *İpotek teminatlı kredi Değeri*; uzun vadede kullanılabilecek özelliklerini, gelecekteki pazarlanabilirliğini değerleyen uzun vadeli bir risk analiz tekniğidir. Diğer yöntemlerden temelli bir şekilde ayrılır.

Sigortalanabilir değer; sigorta sözleşmesindeki tanımlar çerçevesindeki değeridir. *Vergi değeri*; yasalarda yer alan tanımları esas alan değerdir. *Kurtarılabilir değer*; Arazi dışındaki bir varlığı, özel tamirat yaparak elden çıkarma değeridir. Elden çıkarma maliyetlerini içermeyen paraya çevrilebilir net değere eşit olabilir.

Muhasebe Standartları İle İlgisi

Uluslararası Değerleme uygulaması 1 (UDU1) finansal raporlama için değerlendirme bu standart ile birlikte okunmalıdır. UFRS'deki makul değer genellikle UDU1'deki Pazar değeri ile sağlanmaktadır. UFRS'deki UMS36 "kullanım değeri" ve UMS16 "amortisman maksadı için kalıntı değerinin hesaplanması UDU1 içerisinde detaylı ele alınmıştır.

Standartların Açıklanması

Standartlar genel kabul görmüş değerlendirme ilkelerine uygun olması için bu dokümanın tümüne uygun hazırlanmalıdır. Pazar değeri tahmini raporlaması yapılırken; yanlış anlaşılmaya yol açmayacak şekilde, uygun koşullarda ve uygun verilere dayanarak, uygun yöntem ve teknikleri kullanarak, rapordaki verileri, sebep-sonuç ilişkilerini, analizleri ve varılan sonuçları açıklayarak, UDS3 raporlamaya uygun olarak, değer

tanımı, değerlemenin amacı ve planlanan kullanımı, yürürlük ve rapor tarihi, bir Pazar değeri takdiri olmadığı, mülk, mülkiyet hakları, çalışmanın kapsamı, esas alınan varsayımlar ve sınırlamalar, uygulamanın sebep ve sonuçları, uzmanın tarafsızlığı, önyargısız hazırlandığı ve ücretlendirmeye bağlı olmadığını belirtecektir. Pazar değeri olarak yorumlanmamasını sağlayacak tedbirleri alacaktır.

Tartışma

Kullanım değeri; belirli bir kullanıcının bakış açısını yansıtır. *El değiştirme değeri* ise varlığın mülkiyetinin kurumsal veya varsayımsal olarak el değiştirdiği bir pazarda kabul edilen değeridir. Pazar değerinin finansal raporlama için UDSK tanımı kullanım değeri değil, el değiştirme ilkesini esas alır. Kullanım ve el değiştirme değeri ifadelerine dikkat edilmelidir. Mülkler Pazar değerini yansıtmayan fiyatlardan el değiştirebilirler. Kullanım, yatırım, faal işletme değeri gibi. İşletmeyi oluşturan bölümlerin bütüne olan katkılarını kullanım değeri, kendisine atfedilen değeri faal işletme değeri ifade etmektedir. Kurum özel üretim haklarına, olağanüstü sözleşmelere sahipse kullanım değeri Pazar değerinden daha yüksek olabilecektir. İstisnai pazar koşullarında, taraflar için istisnai değeri olan mülklerin özel değeri olabilir. Evlilik (birleşme) değeri gibi özel değerler Pazar değerinden ayrı olarak raporlanmalıdır. Olağandışı koşullar zorunlu satış değeri olarak adlandırılır. *Söküp başka yerde kullanma değeri*; hurda amacıyla elden çıkarma değeridir. Muhasebecilik terminolojisinde artık bir kurum için kullanılamayacak konumdaki bir varlığın net gerçekleştirilebilir değeri olarak bilinir. Yeniden inşa edilebilir, yedek parça sağlayabilir veya hurda değeri veya geri kazanım değerini temsil edebilir.

Açıklama Yükümlülüğü

Değerleme raporları yanıltıcı olmamalı, değerlemenin amacı, planlanan kullanımı, değerlendirme takdiri, kullanılabilirliği, sınırlamaları açıklanmalıdır. Değerleme raporunda bir şarta bağlı ve sınırlayıcı koşulların açıklaması yer alacaktır. Buna karşın, bu kısım standartlardan makul olmayan sapmaları haklı göstermek amacıyla kullanılmayacaktır. Makul olmayan varsayımlar yapılmayacaktır. Değerleme raporunda imzalı bir uygunluk raporu yer alacaktır. Özellikle Pazar değeri ile analiz edilmiş olan tanımlanmış diğer herhangi bir değer arasındaki farka dikkat çekilmelidir. İç değerlendirme uzmanı varlıkların sahibi ve değerlendirme uzmanı arasındaki ilişkinin var olduğuna ve niteliğine dair bir açıklama yapılmalıdır. Diğer raporlar bu standartlar ile uyumlu olacaktır. Bu standart uygulanırken standarttan her uzaklaşma UDS 3 değerlemenin raporlanmasında belirtilen talimatlar çerçevesinde gerçekleşmelidir.

EK4.7. Değerlemenin Raporlanması Standardı

Uluslar arası Değerleme Standartları (Uds) 3 Değerlemenin Raporlanması Standardı

Nihai değerin, değerlendirme esasının, amacının, altında yatan her tür varsayımın ve sınırlayıcı koşulun, analitik süreç ve ampirik verilerin değerlendirme raporuna dahil edilmesi gerekir. Uzmanın adı, değerlendirme tarihi, mülk ve mülkiyet haklarını, değerlemenin esasını, planlanan kullanım amacını, tüm temel varsayımları ve sınırlayıcı koşulları, değerlendirme ve raporlama tarihlerini, incelemenin kapsamını, kamuya açıklanması zorunlu açıklamaları ve değerlendirme uzmanının imzasını içerir. Sonucunun iletilmesindeki önem nedeniyle; raporlama gerekliliklerine uygunluğunu ortaya koymalıdır. Temel unsurları belirlemelidir.

Bu standartta yer alan raporlama ilkeleri, tüm değerlendirme raporları tiplerine uygulanmaktadır. Kurum içi ve dışı değerlendirme uzmanları bu raporlama ilkelerine uymakla yükümlüdürler. Farklı uygulamalardaki talimatlar için ilgili uygulamaya başvurulur.

Değerleme raporu; talimatların, değerlemenin esasının ve amacının, kullanılan analiz sonuçlarının kayıt edildiği bir belgedir. Başvurulan analiz süreçlerini, analizde kullanılan mevcut anlamlı bilgileri, raporun türü, içeriği ve uzunluğu, verileceği kullanıcıya, yasal şartlara, mülkiyet türüne ve değerlemenin niteliği ve karmaşıklığına bağlı olarak farklılık gösterebilir. *Değerleme belgesi* mülkiyetin değerlendirme tutarını tasdik ettiği bir belge niteliğindedir. Değerleme raporu uzmanın sunulan gerçeklerin doğru olduğunu, analizlerin sadece rapor edilen varsayımlarla sınırlı olduğunu, ücretin raporun herhangi bir yönüne bağlı olmadığını, değerlemeyi ahlaki ve mesleki standartlara uygun bir şekilde gerçekleştirildiğini tasdik ettiği bir açıklamadır.

Sözlü rapor, bilirkişi ifadesi olarak veya yeminli ifade olarak mahkemeye sunulan yazılı bir özet ile sözlü rapordur. *Yazılı rapor*, Elektronik iletişim yolları da dahil incelenen ilgili tüm materyalleri, değere erişmek için gerçekleştirilen analizleri içeren ayrıntılı bir rapor ile değerin periyodik güncellemelerini içerir.

Değerleme işinin özellikleri; çerçevesi ve kapsamı belirlenip, konusu ve sorunu ile ilgili her tür belirsizliği ortadan kaldırır. *Değerleme işi için belirlenen şartlar*; Mülkiyetlerin belirlenmesi; taşınmaz, kişisel, kurumsal gibi. Mülkiyet haklarının belirlenmesi; şahsi, ortaklık, kısmi gibi. Planlanan kullanım amacı ve her tür kısıtlama ile ilgili katılımcıların, aranan değer esasının ve tipinin, değerin raporlanan ve uygulanabilir olduğu tarihin, değerlemenin ve raporun kapsamının, değerlemenin temel aldığı her tür belirsiz ve kısıtlayıcı şartların belirlenmesi gerekir.

Uygunluk beyanı ahlaki ve mesleki gereklerine uygun hareket ettiği gerçeğini tasdik eden taahüt niteliğinde bir beyandır. Özel, olağandışı varsayımlar; basiretli bir alıcı bilinen araştırma yöntemlerini kullanır. Değerleme uzmanının varsayımlarda bulunması, gerçek bilgilere dayanarak hareket etmesi olağandır. Alıcının kimliği, mülkün fiziksel durumu, mülkü yeniden geliştirebilme olasılığı gibi diğer hususlarla ilgili varsayımlar da olabilir.

Muhasebe Standartları İle İlgisi

Uluslar arası finansal raporlama standartları UFRS, Uluslar arası muhasebe standartları UMS ve Uluslar arası kamu sektörü muhasebe standartları şartlarını sağlamalıdır. UDU1 temelini oluşturan finansal raporlama için değerleme bu standart ile bir arada ele alınmalıdır.

Standartın Açıklanması

UDS ile ilgili tüm bölümlere uygun olmalıdır. Değerleme raporu: Sonuçları yanıltıcı olmayan açıklayıcı bir şekilde açıkca ortaya koymalıdır. Müşteriyi, değerlemenin planlanan kullanım amacını, nihai değerin uygulanabilirlik tarihini, rapor tarihini, incelemenin tarihini belirtmelidir. Değerin türü ve tanımı ve değerlemenin esası belirtilmelidir. Pazar değerı dışı değer ayrı raporlanmalıdır. Mülkiyet hakları ve payları, mülkün yasal ve fiziksel özellikleri, ana mülkiyet dışındaki mülkiyet türleri belirtilmelidir. Çalışmanın kapsamı belirtilmelidir. Değerin bağlı olduğu tüm varsayımları ve sınırlayıcı koşulları belirtmelidir. özel ve olağanüstü varsayımları ve bu koşulların oluşma olasılığı belirtilmelidir. Verilerin bir açıklamasını, gerçekleştirilen piyasa analizlerini, uygulanan değerleme yöntemleri ve prosüdürleri ve sonuçları destekleyen sebepleri içermelidir. Uzmanın yazılı onayı olmaksızın raporun yayınlanmasını, rakamların referans verilmesini yasaklayan bir madde içermelidir.

UDS'na uygunluk beyanı içermeli, varsa sapmanın nedeni açıklanmalıdır. Sunulan bulgular değerleme uzmanının bildiği kadarıyla doğrudur. Analizler ve sonuçlar sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlıdır. Uzmanın mülkle ilgisi yoktur, varsa belirtilmelidir. Uzmanın ücreti raporun herhangi bir bölümüne bağlı değildir. Ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir. Mesleki eğitim şartlarını haizdir. Değerleme uzmanının mülkün yeri ve türü konusunda daha önceden deneyimi vardır. Uzman mülkü kişisel olarak denetlemiştir. Belirtilenler dışında kimse yardımda bulunmamıştır.

Değerleme uzmanının adını, mesleki niteliklerini ve imzasını içermelidir. Değerleme uzmanı değerleme raporunu elektronik ortamda iletirken verilerin

bütünlüğünü korumak için gerekli tedbirleri alır. Göderim işleminin kaynağı, tarihi, saati, gönderilen adres, teslim alma tarihi, saati, veri miktarı belirtilmelidir. Tüm kullanıcılara “sadece okumak için” gönderebilmelidir. Dijital imza güvenliğini uzman sağlamalıdır. Raporun gerçek veya matbu nüshası değerlendirme uzmanı tarafından beş yıl saklı tutulmalıdır.

Raporun sunum şekli talimatlara, şartnamelere bağlı olarak uzman ve müşteri tarafından belirlenir. Raporun türü, içeriği, uzunluğu, raporun planlanan kullanım amacına, yasal şartlara, mülk türüne, değerlendirme konusuna, sorunun niteliğine ve karmaşıklığına bağlıdır. Değerleme sonuçlarını desteklemek amacıyla yeterli miktarda dökümantasyon beş yıl tutulmalıdır.

Tartışma

Nihai değer piyasadaki kanıtlara ve bu sonucu destekleyen prosedür ve nedenlere atıfta bulunmalıdır Süreçlerin elde edilen sonuçla ilişkisini açıklamak gerekir. Değerlemeye konu mülk hakkında daha önce hiçbir bilgisi olmayan bir kişi tarafından da anlaşılabilir nitelikte olmalıdır. Yaklaşımın açıklığını, şeffaflığını ve tutarlılığını göstermelidir. Değerlemenin başlangıçtaki amacı dışında kullanılmasına izin vermeden önce azami özen gösterilmelidir.

Açıklama Yükümlülüğü

Değerleme uzmanı ile mülk kontrolü arasındaki ilişki ve niteliği hakkında açıklama yapılmalıdır. Temsilci, danışman veya arabulucu gibi değerlendirme uzmanı vasfının dışındaki özel rolü açıklamalıdır. Değerleme uzmanı hukuki çerçeveye ve yerel mevzuata uymak için bu standartlara hangi noktalarda uymayacağını açıklamalıdır.

Raporda nihai değeri etkileyen varsayım ve sınırlayıcı koşulları açıklaması gerekir. Bu ilkelerin uygulanmaması veya daha farklı talep edilen bir işi aşağıdaki koşullarda yerine getirecektir. Talimatların planlanan kullanıcıları yanıltmayacağını tespit ederse; Sonuçların planlanan değerlendirme amacı açısından güvenilirliğini sınırlandırmayacağını tespit ederse, görev için verilen talimatların değerlendirme raporunda açık bir şekilde belirtilmesi gerektiğini müşteriye bildirirse, Pazar değeri’nden farklı olduğunu da açıkça belirtilmelidir.

EK4.8. Finansal Raporlama İçin Değerleme Uygulaması

Uluslararası Değerleme Standartları Uygulama (UDU) 1 Finansal Raporlama İçin Değerleme Uygulaması

Bu uygulama için gerekli malzeme, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK) tarafından yayınlanmış olan UMS (Uluslararası muhasebe Standartları) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'ndan (UFRS) alınmıştır.

Bu Uygulama'nın amacı, işletmelerin mali tablolarında ve ilgili hesaplarında kullanılmak üzere hazırlanmış değerlemelerde uygulanan ilkeleri açıklamaktır. Uzmanların ilgili muhasebe kavram ve ilkelerini bilmeleri gerekir. Pazar esaslı tanımlara ve tarafsızlığa uygun eksiksiz açıklanması temel niteliktir.

Bu uygulama mali tabloda yer alan varlık sınıflarında uygulanmaktadır. Uluslararası Değerleme Standartları, finansal raporlamada uyum ve şeffaflık yoluyla, sınır ötesi işlemler yapılmasını ve küresel piyasalarda geçerlilik kazanılmasını kolaylaştırır. UFRS, mülk niteliğindeki varlıkların bilançoya alınması için iki model uygulamaktadır: maliyet modeli ve makul değer modelidir. Makul değer modelinin uygulanması halinde varlığın yeniden değerlendirilerek cari değerine getirilmesi gerekmektedir. İşte bu Uygulama Pazar değerinin rapor edilmesi gereken söz konusu durumlara odaklanmaktadır. Mevzuat, yönetmelik, muhasebe veya hukuki gereklilikler sebebiyle her tür sapma Değerleme Raporunda belirtilmelidir.

Uluslararası Değerleme Standartları Tanımları: *Pazar Değeri*.

Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Tanımları: *Makul Değer*.

Bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyatı veya yükümlülüklerin yerine getirilmesinde esas teşkil edecek olan meblağı ifade eder

İtfa Edilmiş Yerine Koyma Maliyeti. Yeniden üretilme veya yerine koyma maliyetinden ekonomik eskimenin düşülmesiyle bulunan tutardır. *İyileştirmeler*. Mülkün değerini veya kullanılabilirliğini arttırmak amacıyla daimi nitelikteki değişikliklerdir, farklı ekonomik ömürleri vardır. *Defter Değeri*. Birikmiş amortisman ve değer düşüklüğü kayıplarının düşülmesinden sonra bilançoda gösterilen tutarıdır. *Amortismana Tabi Tutar*. Mali tablolarda maliyetinin yerine geçen başka bir tutardan hurda değer indirilmesi suretiyle elde edilen tutardır. *Kalıntı/Hurda Değer*. Varlığın tahmin edilen faydalı ömrünün sonunda elden çıkarılması sonucunda elde edilmesi beklenen tutardan, beklenen

elden çıkarma maliyetleri düşüldükten sonra kalan tutardır. *Amortisman*. Amorti edilebilir kısmının, faydalı ömrü süresine sistematik olarak dağıtılmasıdır. *Geri Kazanılabilir Tutar*. Net satış fiyatı ile kullanım değerinden yüksek olanını ifade eder. *Yeniden değerlendirilmiş tutar*, yeniden değerlendirme tarihindeki makul değerden birikmiş amortisman payları ve birikmiş değer düşüklüğünün indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. *Kullanım Değeri*. Bir varlığın sürekli kullanımından ve faydalı ömrü sonunda elden çıkarılmasından elde edilmesi beklenen nakit akımlarının tahmin edilen bugünkü değeridir. *Faydalı Ömür*. Amortisman tabi bir varlığın işletmece kullanılması beklenen süresidir. Kiralamalar ile ilgili olarak faydalı ömür, varlığın işletmeye ekonomik olarak fayda üretebileceği süredir. *Ekonomik Ömür*. Kullanılabileceği beklenen süreyi veya elde edilmesi beklenen üretim sayısını ifade eder. *Değer Düşüklüğü*. Bir varlığın defter değerinin geri kazanılabilir tutarını aşan kısmıdır.

Sahibi Tarafından Kullanılan Gayrimenkuller. Üretimde, mal ve hizmet tedarikinde kullanılan veya idari amaçlar için elde tutulan gayrimenkulleri ifade eder. *Yatırım Amaçlı Gayrimenkul*. Kira ve/veya sermaye kazancı elde etmek amacıyla elde tutulan gayrimenkullerdir. *Özel Kullanım Amaçlı Mülkler*. Özel kullanım amacı ve tasarım biçiminden doğan benzersizliği nedeniyle parçası oldukları faaliyetin/işletmenin satılması durumu dışında açık piyasada çok nadir olarak satılan mülklerdir.

Net Satış Fiyatı. Bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın satışından elde edilebilecek tutardan, elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesiyle bulunan tutardır. *Net Gerçekleşebilir Değer*. Satış fiyatından, tamamlanma ve satış maliyeti indirilmesiyle elde edilen tutarıdır. Stokların net tutarıdır. *Makul değer*, piyasada bilgili ve istekli alıcılar ile satıcılar arasında aynı stokun el değiştirebileceği tutarı yansıtır. *Net gerçekleşebilir değer* işletmeye özgü olmasına karşın makul değer değildir. *Maddi Duran Varlıklar*. Mal ve hizmet üretimi, kiraya verme ve idari amaçlar çerçevesinde kullanım için elde bulundurulmuş ve işletmede bir dönemden daha fazla kullanımı öngörülen somut varlıklardır. *Nakit Üreten Birim*. Diğer varlık veya varlık gruplarından önemli ölçüde bağımsız olarak, sürekli kullanımından nakit girişi sağlanan en küçük ayrıştırılabilir varlık grubudur

Muhasebe Standartları ile İlgisi

UDS 1, 2, 3'te UFRS ilkelerine uygulanır. Bu Uygulama, UMS 16, Maddi Duran Varlıklar; UMS 17, Kiralama İşlemleri; ve UMS 40, Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller standartlarının değerlendirme koşulları üzerine odaklanır. Ayrıca, UMS 36, Varlıklarda Değer Düşüklüğü; UMS 2, Stoklar; ve UFRS 5, Satılmak Üzere Elde Tutulan Cari Olmayan

Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler standartlarındaki değ erleme koş ullarına da atıf yapar. UMSK tarafından başka değ iş iklikler yapılabilir.

Uygulama Aç ıklanması

Varlıkların Sınıflandırılması. Değ erleme Uzmanları, iş letme yönetiminden iş letmenin sahibi olduğu varlıkların bir listesini talep etmeli ve iş letmenin faaliyetleri için gerekli olan varlıklar veya yatırım için elde tutulan faaliyet dış ı mülkeler olarak belirlemelidir.

Geç erli Standartlar. Varlıkların tasnifi (UMS) veya (UFRS) geç erli olacağını belirler. UMS 16, üretim için tutulan cari olmayan maddi duran varlıklarının ilk defa finansal tablolara alınırken bilançolarda maliyet değ eriyle gösterilmesini ve bilahare maliyet modeli veya makul değ er modelinden birine göre taş ınmasını şart koş maktadır. İlgili muhasebe standartları:

UMS 16, Maliyet Değ eri ve Makul Değ er. “Mali tablolara ilk alınma sonrasında, maddi varlık, mali tablolarda maliyetinden birikmiş amortisman payları ve birikmiş değ er düş üklüğü indirildikten sonraki değ eri üzerinden gösterilir”. Düzenli olarak yeniden değ erleme gerektiren makul değ er modeli: “Mali tablolara ilk alınma sonrasında, bir maddi varlık, mali tablolarda yeniden değ erlenmiş tutarı üzerinden gösterilir. Yeniden değ erlenmiş tutar, yeniden değ erleme tarihindeki makul değ erden birikmiş amortisman payları ve birikmiş değ er düş üklüğünün indirilmesi suretiyle bulunan değ erdir. Yeniden değ erlemeler, bilanço tarihi itibariyle, makul değ er kullanılarak bulunacak tutarın defter değ erinden önemli ölçüde farklı olmasına neden olmayacak şekilde düzenli aralıklarla yapılmalıdır” Makul Değ er, Pazar Değ eri ile mutlaka aynı anlama gelmez. Makul değ er tüm UFRS boyunca farklı bağ lamlarda kullanılmışlardır. Mali tablolar iş letmenin sürekliliği ilkesi esas alınarak hazırlanır, maddi duran varlığın makul değ erinin belirlenmesini vurgular.

UMS 16’ya Göre Değ erlemeler; makul değ er alternatifini benimsediği hallerde: a) “Arazi ve binaların makul değ eri genellikle pazar değ erleridir. Arazi ve binalar dış ındaki maddi varlıkların makul değ eri değ erleme yoluyla belirlenmiş piyasa değ erleridir” b) “satış ının az olması nedeniyle, makul değ erin gelir veya itfa edilmiş yerine koyma maliyeti yaklaşımlarından biri vasıtasıyla tahmin edilmesi gerekebilir” (UDSK) Uzmanının varlığın Pazar Değ erini bildirmesi gerektiğini düşünmektedir. Pazar Değ erinin uygulanmasında kullanılan her türlü varsayım veya nitelendirme iş letmeyle görüş ülmeli ve raporda açıklanmalıdır. Değ erleme sonucu, a) yeniden değ erlemenin yapıldığı tarih; b) bağımsız Uzmanın değ erlemeye katılımı; c) uygulanan yaklaşımlar ve

önemli varsayımlar; d) varlıkların değerinin ne ölçüde doğrudan doğruya aktif bir piyasadaki gözlemlenebilir fiyatlara veya yakın zaman öncesinde tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında gerçekleştirdiği gözlemlenebilir fiyatlara veya diğer değerlendirme teknikleri kullanılarak varılan tahminlere dayalı tespit edildiği belirlenmelidir.

UMS 40'a Göre Değerlemeler: makul değer modeli, yatırım amaçlı gayrimenkulü muhasebeleştirme seçtiğinde (UDSK) Pazar Değerini benimsemiştir. a) makul değer piyasadaki kanıtlarla mı desteklendiğine yoksa mülkün niteliği ve karşılaştırma yapılabilecek piyasa verilerinin eksikliği nedeniyle diğer faktörlere mi dayandığına dair bir beyanı da içeren yaklaşımlar ve önemli varsayımlar; ve b) yatırım amaçlı gayrimenkulün makul değerini bilen mesleki yeterliliğe sahip, gayrimenkulün yerinde ve kategorisinde deneyim sahibi Dış Değerleme Uzmanı tarafından yapılan bir değerlemeyi esas alıp almadığı belirtilmelidir.

UMS 17'ye Göre Değerlemeler Bir kiralama finansal kiralama olarak sınıflandırılmışsa, işletme tarafından bilançosuna kaydedilen aktif ve pasiflerin tutarını belirlemek için varlığın makul değeri gereklidir. Yatırım amaçlı gayrimenkul haricindeki tüm mülklerde finansal kiralama veya faaliyet kiralaması olarak sınıflandırma yapabilmek için arazi ve binaların ayrı düşünülmesi gerekmektedir. Makul değer kiralamaya göre kiracının gelecekteki yükümlülükleridir. Kiralanmış varlıkların makul değeri Pazar Değeridir.

UMS 36'ya Göre Değerlemeler: Değer düşüklüğü varlığın değeri kayıtlı değerinin altına kalıcı olarak düştüğünde ortaya çıkar. Defter değerini, Kullanım Değeri veya Net Satış Fiyatından yüksek olanına çekmek zorundadır. UFRS 3'e Göre Değerlemeler: Satın aldığı veya birleştiği durumlarda, aktif ve pasiflerini, makul değer üzerinden hesaplarına dahil etmek zorundadır. (UDSK) mevcut olan pazar değerini bildirmesi gerektiğini düşünmektedir.

UFRS 5'e Göre Değerlemeler; İlk defa finansal tablolara alınırken, ekonomik katkısı olmayan varlıklar defter değeri ve net satış fiyatından hangisi daha düşükse, bilahare net satış fiyatı üzerinden hesaba alınacaktır. Değerleme Uzmanları ayrı ayrı kalemler olarak mı, yoksa tek bir varlık grubu olarak mı uygun olduğunu, varsayımlarla Pazar Değerini bildireceklerdir.

UMS 2'ye Göre Değerlemeler: Mülkler maliyet veya net gerçekleşebilir değerin düşük olanıyla değerlendirilir. Net gerçekleşebilir değer Pazar Değerinden satış maliyetlerinin düşülmesiyle bulunur. Satış Maliyetleri: Satış için elde tutulan mülklerin

Pazar Değerini satış maliyetlerini düşmeden rapor etmelidir. Satış maliyetlerini isterse ayrı olarak rapor edilmelidir. Değerleme Uzmanları ile işbirliği, müşterilerinin rızasını almaları şartı ile izah edecektir.

Tartışma

UMS 16, finansal tabloların her sınıf için brüt defter değerini belirlemek için kullanılan değerleme esasını, amortisman yöntemini ve faydalı ömürleri veya amortisman oranlarını belirtmesini şart koşturmaktadır. Sınıflandırma örnekleri: a) arazi; b) arazi ve binalar; c) makineler; d) gemiler; e) uçaklar; f) motorlu araçlar; g) mobilya ve demirbaşlar; h) büro cihazları. Aynı sınıfta olanlar eş zamanlı olarak yeniden değerlemeye tabi tutulur.

Amortisman – UMS 16: Değerleme uzmanlarından bir varlığın farklı unsurları arasında değer ayrımı yapması, kalıntı değer veya bir varlığın gelecekteki ömrü hakkında bilgi vermeleri istenebilir. *Maliyet Unsurları*; önemli bir maliyeti olan parça müstakil veya benzeri kullanım ömrüne sahip olarak gruplandırılabilirler. *Kalıntı/Hurda Değer*; amortisman belirlemek için defter değerinden varlığın kalıntı değeri çıkartılır. Varlığın kullanım ömrü onun ekonomik ömründen kısa olabilir. *Gelecekteki ömür*; ekonomik ömrü faydalı ömürle aynı anlamdadır. Raporda hazırlanan verilerin bütün varlığın değerinin varsayımsal tahsisinden ibaret olduğunu belirtmelidir.

Alternatif Kullanım Değeri; değerleme Uzmanı bu alternatif kullanımla ilgili pazar değerini ve maliyetleri raporda belirtmelidir. *Özel Kullanım Amaçlı Mülk* UDES ve UMS 16, özellikli yapıları nedeniyle piyasaya dayalı bilgilerine ulaşamayan varlık kategorileri olduğunu kabul eder. UMS 16 bu varlıkların değerlemesinde gelir veya itfa edilebilir yerine koyma maliyeti yaklaşımlarından hangisi olacağını varlığın tipi değil piyasa verilerinin varlığı veya yokluğu belirleyecektir.

Yeniden Değerlemenin Sıklığı: UMS 16 “Varlığın makul değeri defter değerinden önemli ölçüde farklılaşıyorsa, varlık tekrar yeniden değerlemeye tabi tutulur” şeklinde belirtmelidir.

UMS 17 - *Kiralanan Maddi Duran Varlıklar*: Kiralama; faaliyet veya finansal kiralama olabilir. Finansal kiralama kiracının bilançosuna aktif ve varlığın makul değerine eşit tutarda pasif olarak kaydedilir. UMS 17'de kiralama sözleşmesinin yapıldığı tarihteki makul değeri belirtmesi gerekli olabilir. UMS 17'de “normal olarak arazinin sınırsız bir ekonomik ömre sahip olması özelliği nedeniyle.. . . bir arazi kiralaması faaliyet kiralaması olacaktır”. göreceli makul değerlerine oransal olarak arazi ve bina arasında paylaştırılmıyorsa, tüm kiralama bir finansal kiralama olarak görülür.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkul; UMS 40'da kira geliri ve sermaye kazancı için elde tutulan bir mülktür. Bazı gayrimenkullerin bir bölümü kira diğer bölümü de üretim için elde tutuluyor olabilir. Bölümler birbirlerinden bağımsız olarak satılamıyorsa, önemsiz kabul edilecek bir bölümüne göre kabul edilir. İşletmelerin ana veya bağlı ortaklıklarına kiralandan ve bunlar tarafından kullanılan gayrimenkulleri olabilir. Her iki işletmeyi de içeren konsolide mali tablolarda söz konusu gayrimenkuller yatırım amaçlı gayrimenkul kapsamında değerlendirilmezler. Sahip olan işletme açısından yatırım amaçlı gayrimenkuldür. Yatırım amaçlı gayrimenkuller ilk defa mali tablolara alınırken maliyeti ile ölçülür. a) Makul Değer Modeli. Yatırım amaçlı gayrimenkul makul değeri ile ölçülmeli, kar ve zarar cetvelindeki değişiklikler kabul edilmelidir; veya b) Maliyet Modeli. (Tarihsel) maliyet modelini seçen işletme makul değerini açıklamalıdır. Makul değer modeli UMS 16, İşletmenin yatırım amaçlı gayrimenkuldeki haklarının UDES 1'e göre elde edilen Pazar Değeri, cari herhangi bir kiralama, cari nakit akışlarını ve gelecekteki kira gelir veya giderleri hakkındaki makul varsayımları yansıtır. Kira sözleşmesi ile tutulmuş yatırım amaçlı gayrimenkul. makul değer modeli kullanılarak hesaba alınabilir. Makul değerinin gelecekteki kiralama yükümlülükleri düşüldükten sonraki net geliri yansıtacağını kabul etmektedir. Bildirilen makul değerine kiralama yükümlülüğünü ilave etmesi şart ise de, bu Değerleme Uzmanının Pazar Değerini bildirmesi gereğini etkilemez. Mülkün makul değeri üzerinden, veya bu değer daha düşük ise, asgari kiralama ödemelerinin bugünkü değeri üzerinden bir finansal kiralama olarak hesaba alınacaktır. Anapara, maliyetine dahil edilir. Faaliyet kiralaması ile elde tutulan bir yatırım amaçlı gayrimenkulün daha sonraki değerlemeleri makul değer modelinin benimsenmesini gerektirir. *Dış Değerlemeler* için gayrimenkulün bulunduğu mevki ve mülk kategorisinde son zamanda deneyimi olan bir Bağımsız (Dış) Değerleme Uzmanı teşvik edilmektedir.

UMS'nin Diğer Şartları: *Portföyler*: Mülklerin birleşimine portföy denir. Pazar Değeri, tek tek ele alınıştan daha fazla veya az olabilir. Bu ayrı ayrı rapor edilmelidir. Değer Düşüklüğü. UMS 36'de maddi varlıklarda pazar veya teknolojiye değişiklikler veya yeniden yapılanma isteği gibi nedenlerle ortaya çıkabilir. Kendi tarihi maliyeti veya daha önceki bir değerlemeden elde edilen defter değeri, varlığın kullanım değeri veya onun net satış fiyatından daha yüksek olanını ifade eden geri kazanılabilir tutara çekilmelidir. Net satış fiyatı onun pazar değerinden satış maliyetlerinin düşülmesiyle bulunur. Karışık Piyasalar, analizlerinde ihtiyatlı olunmalıdır.

Açıklama Yükümlülüğü

Değerleme Uzmanı, UDES 3, Değerlemenin Raporlanması bölümünde belirtilen tüm açıklamaları yapmalıdır. Uluslararası Muhasebe Standartları çerçevesinde gerekli olan açıklamalar vardır. Değerleme Uzmanı, yasal çerçeveye ve yerel mevzuatlara, yönetmeliklere (muhasebe kuralları dahil) veya adetlere uymak amacıyla bu Standartlarda yapılması gerekli farklılıkları da açıklamalıdır. Her türlü ayrılma, UDES 3, belirtildiği şekilde olmalıdır.

EK4.9. Şirket Değerlemesi Kılavuz Notu

Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları (Udk) 6 Şirket Değerlemesi Kılavuz Notu

UDSK, bu kılavuzu finansal tablolar ile şirket değerlemelerinin tutarlılığını ve kalitesini arttırmak amacıyla hazırlamıştır. Genelde Uluslararası Değerleme Standardı 1'in (UDES 1) hükümleri uygulanarak Pazar Değeri esaslı değerlendirme ile gerçekleştirilir. Diğer değerlendirme esasları ancak bunların da doğru bir şekilde açıklanarak UDES 2 hükümleri ile uygulanır. Uygulanan teori, kavramlar ve süreçler aynıdır. Terim farklılıkları açıklanmalıdır. Şirket veya özel kullanım amaçlı ticari mülk değeri, bu şirketin sahip olduğu varlıkların değerlendirilmesi ile taşınmaz varlık mülkiyet haklarının değerlemesinde karşılaşılan farklara dikkat edilmelidir.

Şirket Değerlemelerinin hazırlanması veya kullanılması amacıyla sunulmuştur. Şirket Değerleme sürecinin ayrıntılı bir açıklamasını da içermektedir. Nelerin dahil olduğunu belirlemek ve diğer değerlendirme tipleriyle bir karşılaştırma esası oluşturmak amacıyla hazırlanmıştır. UDES'in tüm bölümlerinin bir parçasıdır.

Düzeltilmiş Defter Değeri, aktif veya pasif tutarının bildirilen defter tutarlarına ilave edilmesiyle ortaya çıkan defter değeridir. *Aktif Esaslı Yaklaşım*. Münferit şirket aktifleri eksi pasiflerin Pazar Değeri'ni esas alan yaklaşımlar kullanarak şirket ve/veya sermaye ortaklığının değerini takdir etmenin bir yoludur. *Defter Değeri*, bir varlığın aktifleştirilmiş değerinden birikmiş amortismanının, tükenme payının ve itfasının çıkarılmasının ardından kalan değerdir. Şirketin bilançosunda görülen toplam aktifleriyle (amortisman, tükenme payı ve itfa çıktıktan sonraki net tutar) toplam pasifleri arasındaki fark net defter değeridir. *Şirket Değerleme Uzmanı*. öğrenimi, eğitimi ve deneyimi itibarıyla bir şirketin, şirket mülkiyet haklarının, menkul kıymetin ve/veya maddi olmayan varlıkların değerlemesini yapmaya yetkin olan şahıstır. İşletme, bir ekonomik faaliyet sürdürmekte olan ticaret, sanayi, hizmet veya yatırım kurumudur. *Şirket Değerlemesi*, şirketin veya şirketteki bir hakkın değer takdir sürecidir. *İndirgeme*, belirli bir süre içindeki gerçek veya tahmin edilen net gelirlerin belirli bir tarihte sermaye

değerine dönüştürülmesidir. *İndirgeme Faktörü/Oranı*; geliri, değere dönüştürme amacıyla kullanılan bir çarpan veya orandır. *Sermaye Yapısı*, yatırılmış sermayenin bileşimidir.

Nakit Akışı; Vergilerden sonra net gelir, artı amortisman ve itfa gibi nakit olmayan kalemler Brüt Nakit Akışıdır. Bir faaliyet dönemi sırasında şirketin tüm nakit ihtiyaçları karşılandıktan sonra geri kalan nakit tutar, yatırılmış sermaye için mevcut olan nakit, Net Nakit Akışıdır. *Özsermaye Net Nakit Akışı*; Vergilerden sonraki net gelir, artı amortisman ve diğer nakit olmayan giderler, eksi işletme sermayesindeki artışlar, eksi sermaye harcamaları, eksi yatırılmış sermaye ana borcunda azalmalar, artı yatırılmış sermaye ana borcunda artışlar. *Yatırılmış Sermaye Net Nakit Akışı*; özsermaye net nakit akışı, artı vergi ayarlamaları yapılmış faiz ödemeleri, eksi ana borçta net artışlardır.

Kontrol; Bir şirketin yönetimi ve politikalarını yönlendirme gücüdür. *Kontrol Primi*. Azınlık haklarına karşıt olarak kontrol hakkında var olan ve kontrol gücünü yansıtan ilave değerdir. *Kontrol Eksikliği İndirimi*. Kontrol gücünün olmamasıdır. *İskonto Oranı*; gelecekte ödenecek veya alınacak bir parasal tutarı bugünkü değerine dönüştürmek için kullanılan getiri oranıdır. *Ekonomik Ömür*, bir mülkün karlı bir şekilde kullanılabileceği süredir. *Değerleme Tarihi*; Değerleme Uzmanının değere ilişkin görüşünün uygulamaya geçiş tarihidir.

İşletmenin Sürekliliği; faaliyetlerini sürdürmekte olan bir işletmenin, sonu belirsiz bir süre boyunca faaliyetlerini sürdürmek için tesis edilmesi, tasfiye niyetinin olmamasıdır. *Faal işletme değeri*; Faaliyetlerini sürdüren işletmenin veya bu şirketteki bir hakkın değeridir. Eğitimli bir işgücüne, çalışmakta olan bir tesise, yürürlükte olan gerekli ruhsatlara, sistemlere ve prosedürlere sahip olunması gibi etkenlerden kaynaklanan faal bir işletmenin değerinin maddi olmayan unsurlarıdır.

Şerefiye; Ayrı ayrı tanınma olanağı olmayan varlıklardan doğan gelecekteki ekonomik faydadır. *Kişisel şerefiye*, Özel kullanım amaçlı ticari mülklerin satılmasıyla, tükenebilecek olan piyasa beklentilerinin üstündeki karın değeridir. *Devredilebilir şerefiye*, mülke has isim ve itibar, müşteri bağlılığı, konum, ürünler gibi maddi olmayan varlıklardır. *Holding Şirketi*; varlıklarının getirisini alan bir şirkettir. *Gelir İndirgeme Yaklaşımı*; beklenen gelirlerin sermaye değerine dönüştürülmesi yaklaşımıdır. *Yatırılmış Sermaye*, uzun vadeli borç ve özsermaye toplamıdır. *Çoğunluk Hissesi*; %50'den fazla oy hakkını ifade eder. *Pazar Yaklaşımı*, benzer nitelikteki satılmış şirketleri, şirket mülkiyeti haklarını veya menkul kıymetleri karşılaştırma şeklindeki yöntemdir. *Pazarlanabilirlik*

İskontosu; pazarlanabilirliğin eksikliğini yansıtan tutardır. *Azınlık hakkı*. %50'den az oy hakkını ifade eder.

Net Varlıklar; toplam varlıklardan toplam borçların çıkartılmasıyla geri kalan tutardır. *Net Gelir*; gelirden vergiler dahil olmak üzere masrafların çıkarılmasıyla kalan tutardır. *Faal İşletme*; bir ürün veya hizmeti imal ederek, satarak veya ticaretini yaparak ekonomik bir faaliyeti gerçekleştirmekte olan bir şirkettir. *Getiri Oranı*; bir yatırımda gerçekleşen veya beklenen ve bu yatırımın yüzdesi olarak ifade edilen gelir (zarar) ve/veya değer değişikliği tutarını ifade eder.

Yerine Koyma Maliyeti; değerlemesi yapılan varlığa en yakın eşdeğer faydayı sağlayan benzer bir varlığın mevcut maliyetini ifade eder. *Aynısını Yeniden Üretme Maliyeti*; eş niteliklere sahip yeni bir varlığın mevcut maliyetidir. *Değerleme Yöntemi*; değerlendirme yaklaşımları çerçevesinde, değeri takdir etmenin belirli bir yoludur. *Değerleme Prosedürü*; bir değerlendirme yönteminin adımlarını gerçekleştirme şekli, eylemi ve tekniğidir. *İşletme Sermayesi*. Dönen varlıkların cari borçları aşan tutarıdır.

Muhasebe Standartları İle İlgisi

Şirket değerlemeleri, finansal raporlama, edinimler ve elden çıkarmalar, sigorta ve vergilendirme gibi farklı amaçlarla hazırlanır, Pazar Değeri takdirini zorunlu kılması durumunda UDES 1 hükümleri, Pazar Değeri dışında bir değer esasının kullanılmasını gerektirirse, Değerleme Uzmanı kullanılan değer tipini açık bir şekilde tanımlayacak ve ayrıca, Pazar Değeri takdirinden ayırt etmek amacıyla gerekli tüm adımları atacaktır. UDES hükmünden farklılık göstermesi gerekiyorsa açıklamalıdır. Kullanılan tüm veri kaynaklarının güvenilir ve değerlendirme çalışması açısından uygun olmasını sağlamak değerlendirme uzmanının sorumluluğudur. Diğer uzmanların hizmetlerinin kullanıldığı durumlarda Şirket Değerleme Uzmanı; sonuçların da makul ve güvenilir olduğunu temin etmelidir veya bu tür doğrulama eylemlerinden hiçbirine başvurmadığını açıklayacaktır. Veri kaynakları, yazılı raporlarda belirtilmeli ve veriler de mümkün olduğunca makul bir çerçevede doğrulanmalıdır. Şirket değerlemeleri için özel bir öğrenim, eğitim, beceri ve deneyim gerekir.

İşletmenin sürekliliği varsayımı, muhasebe ve değerlendirme alanlarında, sonsuza dek faaliyetlerine devam edecek anlamındadır. İşletmenin sürekliliği varsayımı sayesinde şirketin tasfiye değerinin üzerinde bir değer sahibi olması sağlanabilir. Tasfiyelerde, çoğu maddi olmayan varlıkların değeri (örn. şerefiye) sıfıra doğru bir eğilim gösterir. Tasfiye ile ilişkili masraflar da hesaplanıp tahmini şirket değerinden çıkarılır. Mevcut piyasa

faaliyetlerinden haberdar olma ve ekonomik gelişmeler ile genel eğilimler hakkında bilgi sahibi olma, sağlıklı şirket değerlemeleri için önemlidir.

Bir şirket değerlemesi faaliyetinin tarifinde; şirketin, şirket mülkiyet hakkının veya menkul kıymetin tanımlanması gerekir. Değerlemenin yürürlük tarihi, değer tanımı, hak sahibi, değerlemenin amacı ve kullanımı belirlenir. Etkili faktörler şunlardır: Şirket, adi ortaklık veya şahıs işletmesi şeklinde elde tutulup tutulmadığına bağlı olarak mülkiyet hakkıyla bağlantılı haklar, imtiyazlar veya şartlar. Mülkiyet hakları, kuruluş sözleşmesi ve/veya şirketin ana sözleşmesi, tüzükler, ortaklık anlaşmaları ve hissedar anlaşmalarında sermaye maddesi olarak nitelendirilmektedir. Mülkiyet hakları şirket belgelerinde kayıtlıdır, menfaat ve kısıtlamalar içerebilir, devredilebilir veya edilemez. Şirketin geçmişteki bilgileri geleceğe rehberlik ettiği için önemlidir.

Siyasi görünüm ve hükümet politikaları da dahil olmak üzere değerlendirme konusu şirketi etkileyebilecek ekonomik görünüm önemlidir. Döviz kurları, enflasyon ve faiz oranları gibi faktörler, ekonominin farklı sektörlerinde faaliyetlerini sürdürmekte olan şirketleri değişik şekillerde etkileyebilirler. Belirli bir sektörün görünümü ve içinde bulunduğu durum incelenmelidir.

Şirketin aktifleri, pasifleri ve özsermayesi ile finansal durumu, şirketin gelirleri ve temettü ödeyebilme kapasitesi, şirketin maddi olmayan varlıklara sahip olup olmaması, maddi olmayan değer, patentler, ticari markalar, telif hakları, markalar, know-how, veri tabanları vb. nitelikteki tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların bünyesinde yer alması incelenmelidir. “şerefiye” olarak nitelendirilen ayrıştırılamayacak konumdaki varlıklarda da olabilir. Muhasebedeki tarihi maliyet, kalıntı değer hesaba katılmaktadır. Tanımlanabilir nitelikteki maddi olmayan varlıklar değerinin tamamen yansıtılmasını sağlamalıdır.

Değerleme konusu şirketin mülkiyet haklarında daha önce gerçekleştirilmiş işlemler incelenmelidir. Değerlendirilecek mülkiyet hakkının göreceli büyüklüğü, mülkiyet haklarının boyutundaki farklılıklardan kaynaklanan farklı kontrol seviyeleri, oy hakkının %50’sinden azına sahip olursa bile temin edilebilmektedir. Değerleme Uzmanının, yasal sınırlamalar ve durumlardan haberdar olması önemlidir. Diğer piyasa verileri, örneğin alternatif yatırımların getiri oranları, kontrol avantajları, likidite eksikliğinin dezavantajları, halka açık olan hisselerin veya ortaklık haklarının piyasa fiyatları, şirket haklarının edinimi için ödenen bedeller ya da aynı veya benzer faaliyet alanlarında faaliyetlerini sürdüren işletmeler dikkate alınmalıdır. Genelde, özellikle de alım işlemlerinde, yeterli bilginin temini güç hatta imkansızdır. Halka açık piyasalarda

küçük yatırımcıların elindeki varlıkların fiyatları yansıttığını unutmamalıdır. Farklı kontrol seviyelerinden kaynaklanan farklılıklar için ayarlamalar yapılması gerekir. Değerleme Uzmanının ilgili olacağına inandığı diğer her tür bilgi eklenmelidir.

Finansal tabloların kullanılması. Finansal analiz ve ayarlamaların üç hedefi vardır: Operasyon riski ve gelecekteki performans ile gelir tablosu ve bilançoda ilişkilerini anlama. Risk ve değer parametrelerini benzer şirketlerdekililerle yapılan karşılaştırma. Geçmişteki finansal tabloların düzeltilmesi.

Ekonomik özelliklerini ve riski anlamak için finansal tablolar şu amaçlarla analiz edilmelidir; 1) para, 2) yüzde (gelir tablosundaki kalemlerin satışlara oranı ve bilançodaki kalemlerin toplam aktiflere oranı) ve 3) finansal oranlar. Parasal değer açısından analiz, gelir ve gider arasındaki trendleri gelecekteki tahmini gelir akışını değerlendirilir. Yüzde açısından analiz, benzer şirketlerdeki eğilimleri karşılaştırmak için kullanılır. Finansal oranlar açısından analiz, göreceli riskini benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırmak amacıyla kullanılır.

Pazar Değeri tahmini için şirketin finansal kayıt düzeltmeleri ile ekonomik gerçeklik sağlanır. Düzeltme nedenleri; gelir gider dengesini düzeltmek, finansal verilerin tutarlı bir şekilde karşılaştırılabilmesi, değerleri Pazar Değerleri olarak düzeltmek, faaliyet dışı ve ekonomi dışı aktifler ve yükümlülükleri dikkate almak gerekebilir. Bir düzeltmenin uygun olup olmadığı, değerlemesi yapılan mülkiyet hakkının sahibinin kontrol derecesine bağlı olabilir. Tekrarlanmayan grevler, yeni tesis, sel gibi olayların etkisinin giderilmesi gerekebilir. Tekrarlanmayan kalemlerin oluşumu son yıllarda artmışsa masraflar için şarta bağlı hükümler belirlemelidir. Kontrolü elinde bulunduran bir hissedarın hakkının değerlemesinde faaliyet dışı kalemlerin etkisinin bilanço ve gelir tablosundan kaldırılması gerekir. Vergi düzeltmelerine de gerek duyulabilir. Satış maliyetleri de ayrıca hesaba katılmalıdır. Gerekli değişiklikleri yapacak kontrol yetkisine sahip olduğundan emin olunduğunda faaliyet dışı kalemler, Pazar Değeri üzerinden değerlendirilmelidir. İhtiyaç fazlası personel, elden çıkartma maliyetleri, destek masrafları ile gelirler dikkate alınmalıdır. Kullanılmayan ruhsatlar, patentler gibi, ihtiyaç fazlası varlıkların elde edilebilir net değeri faaliyet nakit akışına ilave edilmelidir.

Amortisman, muhasebe yerine şirketlerle karşılaştırabilmek için düzeltilmelidir. Stok hesapları düzenlemeleri, benzer şirketlerle uyumlu olmalıdır. Örneğin, ilk giren ilk çıkar yöntemi Pazar Değeri esaslı için, son giren ilk çıkar yöntemi enflasyon yaşanan ortamlarda daha uygundur. Patronun işgücü değiştirme maliyetini yansıtmak için düzeltmelere ihtiyacı olabilir. Kiralanmış veya sözleşme yapılmış kalemlerin maliyetinin

Pazar Değeri ödemelerini yansıtacak şekilde düzeltilmesi gerekebilir. Kontrol yetkisi olmayan bazı düzeltmeleri yapamayacaktır. Teklifte bulunan alıcı, düzeltmeler sonrasında ortaya çıkan değerin ödenmesi gereken azami tutar olabileceğini bilmesi gerekir. Eğer alıcı, finansal veya operasyonel iyileştirmelerin yapılabileceğine inanmıyorsa daha düşük bir fiyat uygun olacaktır. Geçmişteki kayıtlarda düzeltmeler yaparken müşteriyle birlikte görüşmelidir.

Şirket Değerlemesinde pazar yaklaşımı. Değerleme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Kullanılan veri kaynakları; mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir. Karşılaştırmalarda şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Göz önüne alınan faktörler şunlardır: Nicel ve nitel şirket özellikleri açısından benzerlik. Benzer şirketin verilerinin tutarı ve doğrulanabilirliği. Benzer şirketin fiyatının, tarafların birbirini tanımadan gerçekleştirdikleri bir işlemi yansıtıp yansıtmadığı. Benzer şirketlerle benzerlik ve farklıklar basit ve objektif kriterler ile analiz edilmelidir. Halka açık borsa şirketlerini veya şirket alımlarını analiz etmek suretiyle Değerleme Uzmanı, genelde fiyatların çeşitli gelir veya net varlık değerlerine bölünmesiyle oluşan değerlendirme oranlarını hesaplamaktadır. Bu oran, şirketin değeri hakkında anlamlı bilgiler sağlamalıdır. Bu oranı hesaplamak için kullanılan benzer nitelikteki şirketlere ilişkin verilerin, hesaplamaları doğru olmalı, aynı şekilde yapılmalıdır. Şirketlerin riskleri ve beklentilerindeki farklılıklar dikkate alınmalıdır. Ayarlamalara ihtiyaç duyulabilir. Örneğin, süre ve ortalama alma yöntemi uygun olmalıdır. Fiyat verileri, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerli olmalıdır. Olağandışı, tekrarlanmayan veya faaliyet dışı kalemler için düzeltmeler yapılabilir. Birden fazla değerlendirme katsayısı seçilip uygulanabileceğinden birçok değer göstergesi ortaya çıkabilir. Değerleme konusu mülkiyet hakkındaki farklılıklar, kontrol yetkisi, pazarlanabilirlik ile ilgili düzeltmeler yapılabilir. Değerleme konusu şirkette daha önce gerçekleştirilmiş işlemler kullanıldığında, sektörde ve şirkette meydana gelen gelişmeleri yansıtacak şekilde düzeltmeler yapılabilir. Bazı pratik uygulamalar kullanımıyla elde edilen değer göstergelerine fazla ağırlık verilmemelidir.

Şirket Değerlemesinde gelir indirgeme yaklaşımı. Gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. İndirgenmiş nakit akışı analizi ya da temettü yöntemi kullanılır. Gelirin (doğrudan) indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri

değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür. Gelir vergi öncesi veya sonrası gelirdir. Nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. İndirgeme veya iskonto oranı kullanılan gelir tanımı için uygun olan, pazardan elde edilen fiyat çarpanı veya bir faiz oranı olabilir.

Beklenen gelir, beklenen büyümesini ve zamanlamasını, akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür. Beklenen gelir şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmelidir. Geliri indirgeme oranı, nakit akışını iskonto oranı ile değere dönüştürür. Oran tahmin edilirken faiz oranlarının seviyesini, yatırımcıların benzer nitelikteki yatırımlardan beklediği getiri oranlarını ve beklenen kazanç akışlarında bulunan riski göz önüne alması gerekir. İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. Bu ilişkinin formülü, iskonto oranı eksi uzun vadeli büyüme oranı eşittir indirgeme oranıdır Oran, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Örneğin, vergi öncesi kazançlar ile ilgili olarak vergi öncesi oranlar, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır.

Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi yaklaşımı. Maliyet yaklaşımı ile benzer özelliktedir. Temeli, *ikame prensibine* dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır. Varlık esaslı yaklaşımın uygulamasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Vergilerin satış maliyetleri ile diğer giderlerin de göz önüne alınması gerekebilir. Kontrol yetkisine sahip hakların değerlendirilmesi sırasında; bir gayrimenkul şirketi gibi bir yatırım veya holding şirketi veya işletmenin sürekliliği varsayımı dışında bir başka esasa dayalı olarak değerlendirilmesi yapılan bir şirket dikkate alınmalıdır. İşletmenin sürekliliği varsayımı altında kullanılan tek yaklaşım olmamalıdır. İşletmenin sürekliliği varsayımı kullanılmıyorsa, varlıklar Pazar Değeri esasına göre veya uygun görülürse, piyasada kalma süresine göre daha kısa bir zaman aralığı dahilinde değerlendirilmelidir. Tasfiyesi ile ilişkili tüm maliyetlerin hesaba katılması gerekmektedir. Şerefiye gibi maddi olmayan varlıklar değerlerini yitirebilirler. Eğer bir holding şirketi, sadece varlıklarını muhafaza edip bunlardan yatırım geliri temin

ediyorsa, bu durumda her bir varlık için Pazar Değerinin esas alınması gerekir ve hakkın nakde çevrilmesi ve hakkın büyüklüğü farklı bir fiyata yol açabilir.

Uzlaşma süreçleri. Nihai değere ulaşırken, Değerin tanımı, amacı ve kullanım alanı, değerlendirme tarihi itibarıyla gerekli olabilecek tüm ilgili bilgiler esas alınacaktır. Uygun yaklaşımların, yöntemlerin ve prosedürlerin seçimi ve kullanılması, Değerleme Uzmanının takdirine bağlıdır. Değer tahminlerine göreceli ağırlığı tespit ederken kanaatlerine başvurmalı, mantıki gerekçe ve kanıtları sunmalıdır.

EK4.10. İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Kılavuz Notu

Uluslar arası Değerleme Standartları Kılavuz Notları (Udk) 9: İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Kılavuz Notu

Pazar veya Pazar dışı değer Esaslı Değerlemeler için uygulanabilir. Bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Para girişi ve çıkışının tutarı, özelliği, değişkenliği, zamanlaması ve süresi ile ilgilidir. İNA analizi, uygun veri ve iskonto oranlarıyla birlikte gayrimenkul, şirketler ve maddi olmayan varlıkların değerlemesinde, yatırım analizlerinde ve kullanma değerini takdir etmek için bir muhasebe prosedürü olarak uygulanmaktadır. Geçmişteki verilerin ve arzı, talebi, geliri, giderleri ve risk potansiyelini etkileyen gelecekteki pazar koşulları hakkındaki varsayımların analizine dayanarak kazanç sağlama yeteneğini belirler. Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri'ni (GKDİ), en iyi teamülleri ve özeni belirlemek gerekir. Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'na göre bir değerlemenin temelini oluşturan tüm varsayımların olası, makul ve desteklenebilir nitelikte olması gerekir.

Bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Değerlemeye uygulanan gelir yaklaşımı çerçevesinde kabul edilen bir metodoloji olarak İNA analizi, bir işletme mülküne, bir geliştirme mülküne veya bir işletmeye yönelik bir dizi periyodik nakit akışının tahmin edilmesini içerir. Bu tahmin edilen nakit akışı serisine, uygun görülen ve pazardan elde edilen bir indirim oranı da mülk veya işletmeyle ilişkili gelir akışının bugünkü değerinin bir göstergesini temin etmek amacıyla uygulanır. Nakit akışlarından, tahsilat kayıpları ile işletme masrafları/giderleri çıkarıldıktan sonra kalan miktar şeklinde tahmin edilir. Projeksiyon döneminin sonundaki son değer tahmin edilir. Sonra indirgeme uygulanır. İNA analizinin en yaygın uygulaması İç Verim Oranı (İVO) ve Net Bugünkü Değer (NBD) dir.

Finansal Modelleme; bir işletme veya mülkün, üzerinden finansal getiriye ilişkin göstergelerin hesaplanabileceği periyodik gelir veya nakit akışı düzeni, projeksiyonudur. *Yatırım Analizi*; geliştirme ve yatırım, yatırım performansının değerlendirilmesi veya yatırım mülklerini içeren bir işlemin analizi amaçları doğrultusunda gerçekleştirilen bir çalışmadır. Yatırım analizleri bazen (ekonomik) fizibilite çalışmaları, pazar veya pazarlanabilirlik analizleri veya finansal projeksiyon çalışmaları olarak da adlandırılmaktadır. *İskonto Oranı*; gelecekte ödenecek veya alınacak olan parasal bir tutarın bugünkü değerine dönüştürülmesi amacıyla kullanılan bir getiri oranıdır. Teorik olarak bu oran sermayenin alternatif maliyetini, yani sermayenin benzer riskleri içeren diğer alanlara yatırılması halinde kazanabileceği getirinin oranını yansıtmalıdır. Ayrıca buna getiri oranı da denir. *İç Verim Oranı (İVO)*; bir projenin net nakit akışlarının bugünkü değerini sermaye yatırımının bugünkü değeriyle eşitleyen indirgeme oranıdır. Net Bugünkü Değer'in (NBD) sıfıra eşit olduğu potansiyel yatırımcıların göz önüne aldıkları orandır. *Net Bugünkü Değer (NBD)*. Bir İNA analizindeki indirgenmiş gelirler ile gider arasındaki farkın ölçüsüdür. Gelir, gider ve oran pazardan elde edildiğinde bulunacak değer de Pazar Değeridir.

Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi

İskonto etmek, paranın zaman açısından değerini göz önüne alır. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS), bir varlığın kullanım değerini tahmin etmek için bir iskonto prosedürünün kullanılmasını öngörmektedir. Kullanım değerinin tahmininde a) varlığın süregelen kullanımından ve nihai olarak elden çıkartılmasından kaynaklanan gelecekteki nakit girişleri ve çıkışlarının tahmin edilmesi ve b) bu gelecekteki nakit akışlarına uygun olan indirgeme oranının uygulanması gibi yöntemler kullanılır (UMS 36, p. 31). UMS 36, p. 55'de "İskonto oranı (veya oranları), (a) paranın zaman değerinin; ve (b) gelecekteki nakit akışı tahminlerinin düzeltilmediği bu varlığa özgü risklerin, cari pazar çerçevesinde değerlendirilmesini yansıtan bir vergi öncesi oran (veya oranlar)dır" denilmektedir.

Kılavuz

İndirgenmiş nakit akışı modelleri, belirli bir süreye bağlı olarak yapılandırılmaktadır. Süre genelde mülk sınıfının veya içinde bulunduğu pazar sektörünün özelliklerini oluşturan pazarın davranışına bağlıdır. Örneğin, yatırım mülkleri için analiz süresi genelde beş ile on yıl arasında değişmektedir. Nakit girişi ve çıkışlarının sıklığı (aylık, üç aylık, yıllık) da ayrıca pazara göre hareket etmelidir. Ters/son değer hesaplama yönteminin seçimi ise, pazardaki yatırımcıların teamüllerine dayalı olarak

değişmektedir ve Değerleme Uzmanları, seçilen yöntemi de her yönüyle eksiksiz bir şekilde açıklamalıdır. İndirgeme oranı da pazar verilerini yani pazardan elde edilmiş karşılaştırılabilir mülklerin gelirleri, giderleri, riski, enflasyon, gerçek getiri oranı ve gelir projeksiyonlarının da değerlendirme konusu mülk ile aynı olması gerekir. Her bir nakit akışı sınıfı için uygun indirgeme oranları kullanılarak gerçekleştirilir. Birçok durumda, nakit akışlarının tamamı için tek bir iskonto oranı kullanılır. Karşılaştırılabilir mülklerin nakit akışları, satış fiyatları, piyasa iskonto oranları, iç verim oranları (İVO) analiz edilebilir. İNA modelindeki nakit akışı esaslı İVO 'da da kullanılır, bunlar; vergi öncesi, vergi sonrası veya nominal veya gerçek (enflasyona göre ayarlanmış) olabilir.

Tanımlanması gereken İNA analizinin bileşenleri; nakit akışının başlangıç tarihi ile dönem sayısı ve sürelerinin belirlendiği bir projeksiyon dönemi, kategori bazında gruplara ayrılmış olan nakit girişi ve çıkışı bileşenleri ve nedenleri, taşınmaz mülk değerlemeleri için nakit girişleri, gelirleri, nakit çıkışlarını, giderleri, maliyetleri içerir. Şirket için tüm nakit girişlerini ve çıkışlarını içermektedir. Dönem başına düşen borç servisi (faiz veya ana para ödemesi), net nakit akışları, uygulanan indirgeme oranı ve bunların arkasındaki nedenler, son değeri hesaplamak için uygulanan dönem sonu indirgeme oranı seçim nedeni, analizin temelini oluşturan varsayımların tamamının bir analizini içerir.

İNA analizi, mevcut pazar kanıtlarını kullanmakta ve genelde de yatırımcıların ve diğer pazar katılımcılarının düşünme süreçlerini, beklentilerini ve algıladıkları hususları yansıtmaktadır. Belirli bir İNA tahmininin nihai olarak gerçekleşen durumla karşılaştırıldığında isabetli olup olmamasına değil, İNA tahmininin yapıldığı anda pazardaki kabul görme derecesine dayalı bir hükme varılmalıdır.

Bir müşterinin Değerleme Uzmanına değerlendirilen döneme ilişkin Pazar Değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda sonuç olarak elde edilen değer takdiri, Pazar Değeri Dışı Değer olarak kabul edilmelidir. Bu işlemin sonucu, bir Pazar Değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri/ederi tahminidir. Bir hassaslık analizinin sonucu, yatırım değeri/ederi şekilde kullanılırsa, sonuçlar Pazar Değeri Dışı Değer olarak tanımlanmalıdır.

Bir Değerleme Uzmanı, varsayımların makul olduğundan emin olmak amacıyla yeterli miktarda araştırma yapmalıdır. Gelirdeki ve giderdeki büyüme veya düşüşlere yönelik varsayımlar, ekonomik koşullara ve pazar koşullarına ve trendlere uyumlu

olmalıdır. Sonuçları, test edilmelidir. İskonto ve indirgeme oranı için söz konusu mülkün dahil olduğu pazar veri ve bilgi kaynaklarının kullanması gerekir.

Kullanılan verilerin pazar kanıtları ile tutarlı olmasını sağlamak veya özel bir modelin seçilmesinde denetim görevini üstlenen Değerleme Uzmanının da teorik ve matematiksel doğruluk, nakit akışlarının büyüklüğü ve tüm veri girişlerinin uygunluğu açısından bu modelin bütünlüğüne ilişkin bir sorumluluğu vardır.

İNA analizi için veri girişi olarak kesin varsayımları kullanılmalıdır. Değerleme sonuçlarının tekrarlanabilmesi için varsayımlar sebepleriyle açıklanmalıdır. Taşınmaz mülk unsurları; modelde kullanılan başlangıç tarihi, süresi ve sıklık, tahmini kira ücreti, diğer gelirler ile gelirlerin değişiminin tahmini oranı, tahmini faaliyet giderleri ve giderlerin değişiminin tahmini oranı ve kiranın sona erme tarihleri/yarıda kesilme maliyetleri, boş kalma ve tahsilat kayıpları dikkate alınmalıdır. Değerleme Uzmanı, finansman borç servisi için periyodik faiz, vergilendirme oranı, kira teşviklerinin nedenleri, harcamalarla ilgili açıklamaları yapmalı, uygulanan dönem sonundaki indirgeme oranı ile iskonto oranının esasını açıklamalı, nakit akışı modeli belirtilmelidir.

EK4.11. Gelişmekte Olan Pazarlarda Değerleme

Uluslar arası Değerleme Standartları Araştırma Çalışması (Udaç) : Gelişmekte Olan Pazarlarda Değerleme Konusunda Bir Araştırma Çalışması

Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi'nin üç temel hedefinden biri de “gelişmekte olan veya yeni sanayileşmiş ülkelerin ihtiyaçlarını karşılayan değerleme standartları sunmaktır. ”. Değerleme Uzmanlarına ve kurumlarına katkıda bulunmak amaçlanmıştır.

Gelişmekte olan pazarlara özgü ekonomik, yasal ve kurumsal özellikler, çeşitli sorunlara neden olmaktadır. Mülk pazarının etkili bir şekilde çalışmasına izin vermeyen zayıf veya yetersiz bir yasal çerçeve vardır. Örneğin, mülkiyet, yasalar ile garanti altına alınamamaktadır. Değerleme Uzmanları açısından Pazar Değeri'ne dair gerekli olan arazi kullanımı planlaması, kullanımının yasalara uygun olması gerekir. Düzgün değerlendirme yapmak için işlemlerle ilgili güvenilir verilerin ve pazara ilişkin diğer verilerin, gerek bu tür verilerin yayınlanmasının pazarda yerleşmiş bir norm halini almamasından gerekse insanların bu tür bilgileri kamuya açıklama konusunda daha muhafazakar davranmasından ötürü yetersiz nitelikte olduğunu görebilmektedirler. Mülk pazarlarındaki şiddetli dalgalanma ve ani sermaye giriş-çıkışına yönelik hassas dengeler, ekonomik dalgalanmalara yol açabilmektedir. Yeterli eğitim almış profesyonel Değerleme Uzmanlarının eksikliği, güncelliğini yitirmiş Ulusal Değerleme Standartları,

dış baskılar sermaye ve finans piyasaları ile değerlendirme mesleğini düzenleyen otoriteler tarafından yapılan eksik düzenlemeler karşılaşılan zorluklardır. Değerleme Uzmanları bazen kurumlar veya müşteriler gibi çıkar grupları tarafından değerlendirme ile ilgili olarak Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri haricinde değerlendirme yapılması yönünde uygunsuz teklifler veya aşırı baskılara maruz kalabilirler. Aşırı veya yetersiz hükümet müdahalesi; hükümetler, mülk pazarlarının temelini oluşturan ekonomik, yasal ve kurumsal çerçeveye etkili bir biçimde müdahale edebilirler. Geçmişte mevcut bulunan bazı ekonomik sistemlerde birçok maddi olmayan mülk hakkı tam olarak takdir edilmemiş durumdaydı.

Gelişmekte Olan Pazar. Boyutları ve gelişmişliği açısından büyümekte olan ve pazar esaslı bir hale gelmeye yönelik bir geçiş yaşamakta olan ulusal ekonominin içinde yer alan bir pazardır. Gelişmekte olan bir pazar kısa bir faaliyet tarihçesi olan ve/veya düşük bir sermaye seviyesi olan bir finansal pazar da olabilir. Gelişmekte olan pazarların özellikleri arasında ulusal ekonomideki önemli yapısal değişiklikler, siyasi, yasal ve kurumsal çerçevelerin hızlı gelişimi ve planlı veya kumanda edilen bir ekonomiden pazar esaslı bir ekonomiye geçiş yer alabilir. Bunun sonucunda da gelişmekte olan pazarlar gün geçtikçe küreselleşmektedir. *Yasal Çerçeve*; mülkün sahipliği ile ilgili haklar ve menfaatlerin yanı sıra hükümetin mülkiyet üzerinde uygulayabileceği yetkileri de belirleyen uygulanabilir yasaların kapsamını içerir. *Arazi Kullanımının Planlanması*; özel bir arazi kullanımı doğrultusunda, bir alanın gelecekteki gelişimi için yerel bir merci tarafından belirlenen programdır.

Kılavuzluk

Pazar Değeri esası: Uluslararası Değerleme Standartları'nda temel değerlendirme esası Pazar Değeri'dir. Her tür Pazar Değeri tahmini, bir ölçüde de olsa aktif ve faal bir pazarın mevcut olduğu varsayımına bağlıdır. Bir gelişmekte olan pazarın faaliyet derecesi, onun boyutuna, olgunluğuna ve gelişmişliğine göre değişmektedir. Bir mülk hakkındaki temel bilgiler mevcut olmayabileceği gibi elde edilen verilerin niteliği de pazarı yansıtmayabilir. Sınırlı bir pazar düşünüldüğünde, verilere uygulanan uygun ayarlamaların mantıklı ve tutarlı analizlerle desteklenmesi gerekir. Bir Değerleme Uzmanı, sadece değerlemenin bir bölümünün pazardan elde edilen kanıtlar tarafından desteklenebileceği bir durumda, bu sınırlamayı değerlemenin kullanıcılarına açıklamalıdır. Değerleme çerçevesinde yapılan her türden bir varsayım ayrıca açıklanmalı ve bu varsayımın raporlanan değer üzerindeki potansiyel etkisi de belirtilmelidir. Gelişmekte olan pazarlarda arazi kullanımı planlamasına dair yasalar açık bir şekilde

duyurulmayabileceği gibi planlama yetkilileri tarafından da uygulamaya konulamayabilir. Bu nedenle en verimli ve en iyi kullanımın tespiti güç veya en iyi ihtimalle de sübjektif bir hal alabilir. Bu nedenle de, ne zaman ve nasıl gerçekleştiğinin belirtilmesi gerekir. Bu analizlerin makul olmaması durumunda bildirmelidir.

Pazar Değeri Dışı Değer Esası: Fark açık bir şekilde belirtilmelidir. Pazar Değeri dışı değerlendirme esasları, örneğin, Pazar Değeri'ni esas alan değerlemelerin temelini oluşturan değiş tokuş değerinin aksine kullanım değerini veya belirli bir mülkün belirli bir kullanıcıya yönelik belirli bir kullanımının değerini tahmin etmek için kullanılabilir. Pazar esaslı değerlemeler için bir gereklilik olan işlem ile ilgili verilerin veya diğer verilerin mevcut veya yeterli olmaması nedeniyle yeterli derecede açıklayıcı bilgi sunmaksızın bazen Pazar Değeri dışı değer tahminlerinde bulunmaktadırlar. Amortisman Tabi Tutulmuş Yerine Koyma Maliyeti veya AYKM metodolojisi bilgilerin pazar ve pazar dışı verilerin bir karmasından elde edildiği durumlarda özel bir özen gösterilmelidir. Sınırlı bir pazardaki mülkün veya özel amaca yönelik mülkün belirlenen değeri pazar değeri dışı bir değer tahminidir. AYKM, ancak işlem verilerinin yetersiz ve inşaat maliyetlerine dair bilgilerin de daha kullanılabilir nitelikte olduğu durumlarda gelişmekte olan pazarlarda, sınırlamalarını açıkça belirtilmek kaydıyla oldukça faydalı bir yöntemdir.

Finansal raporlama amacıyla yapılan değerlemelerde (UDU 1), Uluslararası Muhasebe Standartları ile ülkedeki ulusal muhasebe standartları arasındaki farklılıkları hesaba katmak gerekir. Borç verme amaçları doğrultusunda yapılan değerlemelerde (UDU 2), gelişmekte olan pazarlardaki Değerleme Uzmanları, müşterilerden gelen bazı özel baskılara maruz kalabilirler. Değerleme Uzmanları, yönetmeliklerin açık bir şekilde ortaya konulmasını, bildirilmesini, takdir edilmesini ve eksiksiz bir şekilde uygulanmasını sağlamak amacıyla da yasa düzenleyici mercilerle yakın bir işbirliği içerisinde çalışmalıdır. Borç verenlerin konut ipotekleri ile geniş çaplı projeler arasındaki farklılıkları ayırt etmesi gerekir.

UDES Davranış Kuralları, paragraf 2. 3'de "Eğitimli ve düzenlenmiş bir değerlendirme mesleği için gerekli olan altyapının henüz oluşturulmamış olduğu ülkelerde, görevi üstlenecek Değerleme Uzmanının uygunluğu ve yeterliliği konusu müşterilerin sorumluluğundadır" denilmektedir. UDES Davranış Kuralları, paragraf 6. 8. 1'i tekrarlamak faydalı olacaktır: "Standartlar, durumlara ilişkin genellemeler yapmak için hazırlanmıştır ve her bir durum için ayrı ayrı yorumlanamazlar. Standartlardan farklı bir uygulamanın kaçınılmaz olacağı durumlar da olacaktır. Bu tür durumların ortaya çıkması halinde başvuru uygulama, ancak bu uygulamanın makul şartlar çerçevesinde olması,

ahlaki ilkeler ve yetkinlik ölçülerine uygun olması ve bu farklılığın ardında yatan mantığın da değerlendirme raporunda belirtilmesi kaydıyla Standartların ihlali anlamına gelmeyecektir.”

Tavsiyeler

Değerleme Uzmanlarına tavsiyeler: Değerlemenin temel esası olarak Pazar Değeri esası alınmalıdır. Diğer esasların kullanıldığı durumlarda bu esaslar, Pazar Değerinden ayrıştırılmalıdır. Finansal raporlama amacıyla yapılan değerlemelerde Değerleme Uzmanları, değerlendirme ile muhasebe standartları arasındaki ilişkiyi bilmelidirler. Borç verme amacıyla yapılan değerlemelerde Değerleme Uzmanları, yönetmelikleri uygulayarak müşteriden gelen baskılara karşı bağımsız bir şekilde çalışmalıdırlar. Bir değerlemenin başlangıcında değerlendirme çalışmasına yönelik görevlendirme ve talimat şartları, açık bir şekilde yazılı olarak belirtilmelidir. UDES Davranış Kuralları'nın izlenmesi, gelişmekte olan pazarlarda çalışan tüm Değerleme Uzmanları tarafından gerçekleştirilmelidir. Her bir Uluslararası Değerleme Standardı, Uygulaması ve Kılavuz Notu'nda, açıklama ve standartlardan farklılıkların ve mantığının açıklanması gerekir.

Ticari bankalar ve diğer borç verenlere tavsiyeler: Konutlar için verilen ipoteklerin yanı sıra ticari projeler ile konut projeleri için borç veren bankalar ve diğer finans kurumları, Uluslararası Değerleme Uygulaması 2, Borç Verme Amacına Yönelik Değerleme'ye uygun davranılmasını temin etmelidir. Borç veren kuruma karşı yeterli bir mesleki sorumluluğu sadece Bağımsız/Harici Değerleme Uzmanları sunabilir. Dahili (Şirket içi) Değerleme Uzmanlarının kullanıldığı durumlarda ise değerlendirme fonksiyonunun kredi onay işleminden bağımsız olması gerekir ve Değerleme Uzmanının bu bağımsız durumu da açık bir şekilde belirtilmelidir. Bir görevi üstlenmek üzere Değerleme Uzmanlarının hizmetlerini kiralarken borç veren kurumlar değerlendirme çalışmasının başlangıcında bu çalışmanın niteliklerini ve bu çalışmaya ilişkin talimatları yazılı olarak belirtmelidir.

Uluslararası, bölgesel ve ulusal kalkınma bankaları ve kurumlarına tavsiyeler: UDES'e uygun değerlemelerin önemini takdir etmelidirler. Değerleme standartlarına duyulan ihtiyaç, mülk pazarındaki dengesizlikleri en aza indirgeyen politikaları öne çıkarmaya ve gelişmekte olan pazarlardaki mülk pazarlarının ve finansal sistemlerin yeniden yapılandırılmasına ve güçlendirilmesine yönelik çerçeve içinde değerlendirilmelidir.

EK5. Türkiye Muhasebe Standartları'nda Firma Değer Tespiti

Türkiye Muhasebe Standartları'da (TMS) Firma Değer Tespiti Hakkında Tebliğlerden İlgili Bölümler

Kavramsal Çerçeve

(p. 81). Yeniden değerlendirme veya değerlerin yeniden belirlenmesi sermayenin korunması kavramı uyarınca özkaynaklarda sermaye koruma düzeltmesi veya yeniden değerlendirme yedeği olarak gösterilirler.

(p. 100). Finansal tablolarda farklı ölçüm esası vardır. A) *Tarihi maliyet*; varlıkların elde edildikleri tarihte ödenen nakit veya nakit benzerleri, b) *Cari maliyet*; aynı varlık veya eşdeğer için gereken nakit veya nakit benzerlerinin, c) *Gerçekleşebilir değer*; (ödeme değeri) varlıklar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, bir varlığın elden çıkarılması halinde ele geçecek olan nakit ve nakit benzerlerinin, d) *Bugünkü değer*; varlıkların, işletmenin normal faaliyet koşullarında, ileride yaratacakları net nakit girişlerinin bugünkü iskonto edilmiş değerleri ile gösterilirler.

(p. 101). Finansal tabloların hazırlanmasında işletmelerce en çok kullanılan ölçüm esası tarihi maliyet esasıdır. Bu esas diğer ölçüm esasları ile birlikte kullanılır. Örneğin, stoklar genellikle maliyet veya net gerçekleşebilir değerden küçük olanı ile ölçümlenir, menkul kıymetler piyasa değeri ile ölçümlenebilir, emeklilik borcu bugünkü değeri ile ölçümlenir. Bunlara ilave olarak, bazı işletmeler tarihi maliyet esasının fiyat değişikliklerinin parasal olmayan kalemler üzerindeki etkisini göstermekte yetersiz kalması nedeniyle cari maliyet esasını kullanırlar.

Stoklar (Tms 2) Sıra No: 3

Net gerçekleşebilir değer; işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının, düşürülmesiyle elde edilen tutarı ifade eder.

Gerçeğe uygun değer; Karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi yada bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır.

(p. 7).. . İlk işletmeye özgü bir değerdir, ikincisi ise değildir. Stokların net gerçekleşebilir değeri, stoğun gerçeğe uygun değerinden satış giderlerinin düşülmesiyle elde edilen tutara eşit olmayabilir.

Stokların değerlemesi: (p. 9). Stoklar, maliyet ve net gerçekleşebilir değer in düşük olanı ile değerlendirilir.

Nakit Akış Tabloları (Tms 7) Sıra No: 4

Yatırım Faaliyetleri: c) Nakit benzeri veya alım satım amacıyla elde tutulan araçlarla ilgili olmadığı sürece, başka bir işletmeye iştirak etmek veya o işletmenin borçlanma aracını satın almak için ve müşterek yönetime tabi teşebbüse(İş ortaklığına) katılmak için yapılan nakit çıkışları;

Bağlı ortaklıklar, iştirakler ve iş ortaklıklarındaki yatırımlar; maliyet esaslı veya öz sermaye yöntemi ile muhasebeleştirildiğinde, nakit akış tablosunda gösterilir.

(p. 40) İşletmeler, bağlı ortaklık ve işletme birimlerinin dönem içindeki alım ve satımlarıyla ilgili olarak, toplam bazda aşağıdaki hususları açıklar: a) İlgili kaleme ilişkin satın alma veya satışlarının toplam tutarı, nakit tutarı, işletme birimi bünyesindeki nakit tutarı, nakit dışındaki ana gruplar itibariyle tutarları.

B. Yatırım faaliyetlerine ilişkin nakit akışları tabloda 1. Yatırım Faaliyetinden Sağlanan Nakit Girişleri(+) a) Mali duran varlık Satışlarından Sağlanan Nakit Girişleri (+) d) Mali duran varlıklarla İlgili Alınan Temettülden Sağlanan Nakit Girişleri (+) 2. Yatırım Faaliyetlerine İlişkin Nakit Çıkışları (-) a) Mali duran varlık Alışları (+), . . . şeklinde gösterilir.

Muhasebe Politikaları, Muhasebe Tahminlerinde Değişiklikler ve Hatalar (TMS 8) Sıra No: 5

(p. 35). Uygulanan değerlendirme yönteminde yapılan bir değişiklik muhasebe tahmini değişikliği değil, bir muhasebe politikası değişikliğidir.

Gelir Vergileri (Tms 12) Sıra No: 31

İşletme birleşmelerinde ertelenmiş vergi alacağının devralınan şirketin belirlenebilen varlıklarının net gerçeğe uygun değerlerinin hissesine düşen kısmı etkilenir. Gelir vergileri aynı zamanda bağlı ortaklık, iştirak ve iş ortaklıklarının raporlayan işletmeye kâr dağıtımlarında kaynakta kesinti suretiyle ödenen vergileri de kapsar.

(p. 19) İşletme birleşmelerinde devir işleminin maliyeti, devralınan belirlenebilir varlıkların ve üstlenilen borçların devir tarihindeki gerçeğe uygun değerleri dikkate alınarak bunlara dağıtılır.

(p. 42) Bir işletmede iştiraki olan bir yatırımcı o işletmenin kontrolüne sahip değildir ve genellikle o iştirakin yatırım politikasını belirleyebilecek pozisyonda değildir.

Maddi Duran Varlıklar (Tms 16) Sıra No: 15

Defter değeri: Bir varlığın birikmiş amortisman ve birikmiş değer düşüklüğü zararları indirildikten sonra finansal tablolara yansıtıldığı tutarıdır.

Maliyet: Bir varlığın elde edilmesinde veya inşaatında ödenen nakit veya nakit benzerlerini veya verilen diğer bedellerin gerçeğe uygun değerini veya belli durumlarda, (diğer TFRS'lerin özel hükümleri uyarınca) ilk muhasebeleştirme sırasında ilgili varlığa atfedilen bedeli ifade eder. (örnek TFRS 2 Hisse Bazlı Ödemeler)

Amortismana tabi tutar: Bir varlığın maliyetinden veya maliyet yerine geçen diğer tutarlardan kalıntı değerin düşülmesiyle bulunan tutarı ifade eder.

Amortisman: Bir varlığın amortismana tabi tutarının, yararlı ömür süresince sistematik olarak dağıtılmasını ifade eder.

İşletmeye özgü değer: Bir işletmenin bir varlığın devamlı kullanımından ve yararlı ömrünün sonunda elden çıkarıldığında elde edilmesi beklenen veya bir yükümlülüğün karşılanmasında oluşması beklenen nakit akışlarının bugünkü değerini ifade eder

Değer düşüklüğü zararı: Bir varlığın defter değerinin geri kazanabilir tutarını aşan kısmını ifade eder.

Bir varlık için karşılaştırılabilir piyasa işlemleri bulunmuyorsa, gerçeğe uygun değerin tahminlerindeki değişkenliğin makul bir aralıkta olması, olasılıklarının güvenilir biçimde değerlendirilebilmesi gerekir. Bir işletme, elden çıkarılan varlığın gerçeğe uygun değeri alınan varlığın maliyeti olarak kabul edilir.

Kur Değişiminin Etkileri (Tms 21) Sıra No: 13

Yurtdışındaki işletme: Raporlayan işletmenin, kendisinininkinden farklı bir ülke ya da para biriminde faaliyette bulunan, bir bağlı ortaklığı, iştiraki iş ortaklığı ya da şubesidir. (p. 18) Raporlayan işletmeye dahil edilen her bir bireysel işletmenin, faaliyet sonuçlarının ve finansal durumunun raporlayan işletmenin finansal tablolarını sunduğu para birimine çevrilmesi gerekir. (p. 23). Her bilanço tarihinde çevrim işlemleri gerçekleştirilir.

Yurtdışındaki işletmenin elden çıkarılması: (p. 48) Yurtdışındaki işletmenin elden çıkarılmasında, özkaynakların ayrı bir unsuru olarak kaydedilmiş olan bu işletmeye ait birikmiş kur farkları, elden çıkarılma kazancı ya da kaybı muhasebeleştirildiğinde kar ya da zararı olarak finansal tablolara yansıtılır. (p. 49) Bir işletme, yurtdışındaki işletmesini satış, tasfiye, sermaye payının geri ödenmesi ya da işletmenin bir kısmından ya da tamamından vazgeçme şeklinde elden çıkarabilir.

İlişkili Taraf: Bir tarafın bir işletme ile ilişkili sayılması için: Söz konusu tarafın, doğrudan ya da dolaylı olarak bir veya birden fazla aracı yoluyla: işletmeyi kontrol etmesi, işletme üzerinde önemli etkisinin olması, işletme üzerinde ortak kontrole sahip

olması; tarafın, işletmenin bir iştiraki, ortak girişimci olduğu bir iş ortaklığı, kilit yönetici personelinin bir üyesi, bir bireyin yakın bir aile üyesi olması, gerekir.

Emeklilik Fayda Planlarında Muhasebeleştirme ve Raporlama (TMS 26)

Sıra No: 23

Pazarlanabilir menkul kıymetlerin gerçeğe uygun değeri, menkul kıymetlerin rapor tarihindeki değerinin ve döneme ilişkin yatırım performansının en kullanışlı ölçüm yöntemi olması nedeni ile *piyasa değeridir*. Yatırımların piyasa değerinin veya *gerçeğe uygun değerinin* dışında bir değerle gösterildiği durumlarda ise genellikle gerçeğe uygun değer de açıklanır.

İlişkili Taraf Açıklamaları (Tms 24) Sıra No: 17

Amaç: (P. 1) Bu Standardın amacı; bir işletmenin finansal durumunun ve faaliyet sonuçlarının, ilişkili tarafların mevcudiyeti ile ilişkili taraflarla gerçekleştirilen işlemler ve mevcut bakiyelerden etkilenebileceği olasılığına dikkat çekmek için, işletmenin finansal tablolarının gerekli açıklamaları içermesini sağlamaktır.

İlişkili taraf açıklamalarının amacı: (P. 5) İşletmenin iştirak edilen işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını etkileme gücü; kontrol, müşterek kontrol veya önemli etkinin varlığıyla gerçekleşir. (p. 6) Örneğin, ana ortaklığına maliyet bedelinden ürün satan bir işletme, diğer bir müşteriye aynı koşullarda satış yapmayabilir.

İlişkili Taraf: Bir tarafın bir işletme ile ilişkili sayılması için: (i) İşletmeyi kontrol etmesi, (ii) İşletme üzerinde önemli etkisinin olmasını sağlayacak payının olması; veya (iii) İşletme üzerinde ortak kontrole sahip olması; (b) iştiraki olması (c) iş ortaklığı olması (d) ana ortaklığının kilit yönetici personeli olması; (e) bireyin yakın bir aile üyesi olması; (f) önemli oy hakkına sahip olduğu bir işletme olması; veya (g) işletmenin çalışanlarına işten ayrılma sonrasında sağlanan fayda planları olması, gerekir.

İlişkili tarafla yapılan işlem: İlişkili taraflar arasında kaynakların, hizmetlerin ya da yükümlülüklerin bir bedel karşılığı olup olmadığına bakılmaksızın transferidir.

Bir bireyin yakın aile üyeleri: İşletme ile ilgili işlemler üzerinde etkisi olabilecek bireyin eş ve çocukları; eşinin çocukları ve bireyin ya da bireyin eşinin bakmakla yükümlü oldukları kişiler.

Kilit Yönetici Personel: İşletmenin, (idari ya da diğer) herhangi bir yöneticisi de dahil olmak üzere, faaliyetlerini planlama, yönetme ve kontrol etme yetki ve sorumluluğuna doğrudan veya dolaylı olarak sahip olan kişilerdir.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Tms 38) Sıra No: 26

İşletme birleşmesinde elde edilen maddi olmayan duran varlığın gerçeğe uygun değerinin ölçümü: (p. 35) İşletme birleşmelerinde elde edilen maddi olmayan duran varlıkların gerçeğe uygun değeri normal koşullarda, şerefiyeden ayrı olarak muhasebeleştirilmesine yeter derecede güvenilirlikle ölçülebilir. Bir maddi olmayan duran varlığın gerçeğe uygun değerini ölçmek için kullanılan tahminler söz konusu olduğunda, farklı olasılığa sahip bir dizi muhtemel sonuç bulunur; bu belirsizlik, gerçeğe uygun değerın güvenle ölçülemediğini göstermeyip, daha ziyade, varlığın gerçeğe uygun değerinin ölçülmesinde dikkate alınır. Bir işletme birleşmesinde elde edilen maddi olmayan duran varlığın sınırlı bir yararlı ömre sahip olması durumunda, varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenle ölçülebileceğine dair öngörü aksi ispat edilene kadar geçerlidir.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Tms 40) Sıra No: 27

(p. 49) Gerçeğe uygun değer; "TMS 36 Varlıklarda değer Düşüklüğü" Standardında tanımlanan kullanım değerinden farklıdır. *Gerçeğe uygun değer* bilgili ve istekli alıcı ve satıcıların bilgilerini ve tahminlerini yansıtır. Buna karşın, *kullanım değeri*, başka işletmelere uygulanamayan ve işletmeye özgü faktörlerin etkilerini de içeren ilgili işletmenin tahminlerini yansıtır.

İşletme Birleşmeleri (Tfrs 3) Sıra No: 35

İşletme birleşmesi maliyeti: (p. 27) İşlem tarihinde, borsada işlem gören özkaynağa dayalı araçların ilan edilmiş fiyatı o aracın gerçeğe uygun değerini gösteren en önemli delildir.

Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler (TFRS 5) Sıra No: 25

(p. 15) İşletme satış amaçlı elde tutulan varlık olarak sınıflandırılan bir duran varlığı (veya elden çıkarılacak duran varlık grubunu) defter değeri ile satış maliyeti düşülmüş gerçeğe uygun değerinden düşük olanı ile ölçer.

(p. 1) (a) Satış amaçlı elde tutulan olarak sınıflandırılma kriterlerini sağlayan varlıklar; defter değerleri ile satış için katlanılacak maliyetler düşülmüş gerçeğe uygun değerlerinden düşük olanı ile ölçülür

(p. 7). Derhal satılabilecek durumda olması ve satış olasılığının yüksek olması gerekir. (p. 8) Yönetim kademesi tarafından, varlığın satışına ilişkin bir plan yapılmış olmalıdır.

Kullanımdan çekilecek duran varlıklar: (p. 13). İşletme, kullanımdan çekilecek bir duran varlığı satış amaçlı olarak sınıflandırmaz. Kullanımdan çekilecek duran varlıklar

ekonomik ömürlerinin sonuna kadar kullanılabilecek duran varlıklar ile satılmayıp faaliyetine son verilecek olan duran varlıkları içerir.

Durdurulan faaliyetlerin sunumu: (p. 31). Bir *işletme birimi*, faaliyetleri ve finansal raporlama amaçları açısından işletmenin diğer kısmından açıkça ayırt edilebilen faaliyet ve nakit akışlarını kapsar. Başka bir deyişle; bir işletme birimi, kullanım amaçlı olarak elde tutulması sırasında nakit yaratan birim ya da birimler grubu olacaktır. (p. 32). Durdurulan bir faaliyet, bir işletmenin elden çıkarılan veya satış amacıyla elde tutulan olarak sınıflandırılan bir kısımdır ve: (a) Ayrı bir ana iş kolunu veya faaliyetlerin coğrafi bölgesini ifade eder, (b) Ayrı bir ana iş kolunun veya faaliyetlerin coğrafi bölgesinin tek başına koordine edilmiş bir plan çerçevesinde satışının bir parçasıdır, veya (c) Sadece yeniden satış amacı ile elde edilen bir bağlı ortaklıktır.

EK5.1. Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar (Tms 27) Sıra No: 11

(p. 3) Bu Standart, herhangi bir işletmenin yerel mevzuat gereği ya da kendi isteği ile bireysel finansal tablo düzenlemesi söz konusu olduğunda, bağlı ortaklıklar, İştirakler ve müştereken kontrol edilen işletmelerin muhasebeleştirilmesinde de uygulanır.

Bireysel finansal tablolar: Bir ana ortaklık, bir iştirakte yatırımı olan bir işletme ya da müştereken kontrol edilen bir işletme yatırımcısı tarafından sunulan ve yatırımların raporlanan faaliyet sonuçları ya da net aktifleri yerine doğrudan özkaynak payına dayalı olarak muhasebeleştirildiği finansal tablolardır.

(p. 31) Bağlı ortaklık, bağlı ortaklık olma sıfatını kaybettiği ve "TMS 28 iştiraklerdeki Yatırımlar" Standardında tanımlanan iştirak veya TMS 31'de tanımlanan müştereken kontrol edilen işletme haline de gelmediği takdirde, bağlı ortaklık olma sıfatını kaybettiği tarih itibarıyla "TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme" Standardına uygun olarak muhasebeleştirilir.

(P. 1). Bu Standart, bir ana ortaklığın kontrolü altında bulunan bir grup işletmenin konsolide finansal tablolarının hazırlanmasına ve sunumuna ilişkin esasları belirler.

Konsolide finansal tablolar: Bir grubun finansal tablolarının tek bir işletme gibi sunulduğu finansal tablolardır.

Kontrol: Bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla, söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücüdür.

Maliyet yöntemi: Başka bir işletmeye yapılan bir yatırımın maliyet bedeli ile finansal tablolara yansıtıldığı muhasebeleştirme yöntemidir.

Grup: Bir ana ortaklık ve onun tüm bağlı ortaklıklarıdır.

Azınlık payı: Bir bağı ortaklığın net varlıklarının ve kar veya zararının ana ortaklık tarafından, doğrudan veya bağı ortaklıkları vasıtasıyla dolaylı olarak, sahip olunmayan paylara isabet eden kısmını ifade eder.

Ana ortaklık: Bir veya daha fazla bağı ortaklığı bulunan işletmedir.

Bağı ortaklık: Ana ortaklık tarafından kontrol edilen işletmelerdir.

Bireysel finansal tablolar: Bir ana ortaklık tarafından sunulan ve yatırımların özkaynak payına dayalı olarak muhasebeleştirildiği finansal tablolardır.

(p. 6) Bireysel finansal tabloların, konsolide finansal tablolara beraber ya da bunlara ek olarak sunulma zorunlulukları yoktur.

(p. 10). Bir ana ortaklık yalnızca aşağıdaki durumlarda konsolide finansal tablo hazırlamayabilir: (a) kendisinin bağı ortaklık olması, diğer ortakların buna itiraz etmemiş olmaları, (b) borçlanma araçları ya da özkaynağa dayalı finansal araçlarının kamuya açık bir piyasada işlem görmüyor olması, (c) kamuya açılma başvuru sürecinde olmaması, (d) nihai ana ortaklığının kamuya açıklanmak üzere konsolide finansal tablo hazırlaması.

Konsolide finansal tabloların kapsamı: (p. 13). oy haklarının yarıdan fazlasını kontrol etmesi durumunda, kontrolün var olduğu kabul edilir; bir anlaşma gereği, sözleşme gereği, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atama gücüne sahip olunması, oyların çoğunluğunu kontrol etme gücünün elde bulundurulması.

(p. 14) Oy gücü veren (potansiyel oy hakları) araçlara sahip olabilir. Dönüştürülebilir potansiyel oy haklarının varlığı ve etkisi dikkate alınır.

(p. 21). Bir ana ortaklık, bağı ortaklığın faaliyetlerinden fayda sağlamak üzere finansal ve faaliyet politikalarını yönlendirme gücünü kaybettiği zaman kontrolü kaybetmiş sayılır.

Konsolidasyon işlemleri: (p. 22). Konsolide finansal tabloların hazırlanmasında; ana ortaklık ve bağı ortaklıkların tüm varlık, yabancı kaynak ve özkaynakları, gelir ve gider kalemleri satır satır toplanarak birleştirilir. Konsolide finansal tabloların grupla ilgili finansal bilgileri tek bir ekonomik işletmeye aitmiş gibi uygulanır.

Bağı ortaklık, iştirak ve müştereken kontrol edilen işletmelerin bireysel finansal tablolarda muhasebeleştirilmesi: (p. 37). Bireysel finansal tabloların hazırlanmasında, TFRS 5 uyarınca satış amaçlı elde tutulan varlık olarak sınıflandırılmayan (ya da satış amaçlı elde tutulan varlık olarak sınıflanan bir grup varlık içerisinde dahil edilmeyen) bağı ortaklık, müştereken kontrol edilen işletmeler ve iştirakler; (a) Maliyet değeriyle, veya (b) TMS 39'a uygun olarak muhasebeleştirilirler. Her bir yatırım kategorisi için aynı muhasebe politikasının uygulanması esastır.

Açıklamalar: Ana ortaklığın doğrudan veya bağlı ortaklıklar vasıtasıyla dolaylı olarak oy hakkının %50'sinden fazlasına sahip olmadığı durumlarda ana ortaklık ile bağlı ortaklık arasındaki ilişkinin niteliği açıklanır.

EK5.2. İştiraklerdeki Yatırımlar (Tms 28) Sıra No: 12

(p. 1) Bu Standart, iştiraklerdeki yatırımların muhasebeleştirilmesinde uygulanır.

İştirak: Yatırımcı işletmenin, adi ortaklık gibi tüzel kişiliği olmayan işletmeler de dahil olmak üzere, iş ortaklığı veya bağlı ortaklık niteliğinde olmayan, ancak üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmelerdir.

Konsolide finansal tablolar: Bir grubun, tek bir iktisadi işletmenin finansal tabloları gibi sunulan finansal tablolarıdır.

Kontrol: Faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla bir işletmenin faaliyet ve finansal politikalarını yönetme gücünü ifade eder.

Özkaynak yöntemi: iştirakteki yatırımın başlangıçta elde etme maliyeti ile muhasebeleştirilerek, sonrasında bu tutarın yatırım yapılan iştirakin net varlıklarında yatırımcı işletmenin payına düşen kısmı yansıtacak şekilde düzeltildiği ve böylece yatırımcı işletmenin kar veya zararının yatırım yapılan işletmenin kar veya zararından kendisine düşen payı kapsadığı muhasebeleştirme yöntemidir.

Müşterek kontrol: Bir ekonomik faaliyet üzerindeki kontrolün sözleşmeye dayalı olarak paylaşılmasıdır. Bu kontrolün, sadece ekonomik faaliyetle ilgili stratejik finansal ve faaliyetle ilgili kararların, kontrolü paylaşan tarafların (ortak girişimciler) oy birliği ile mutabakatını gerektirdiği durumlarda varolduğu kabul edilir.

Bireysel finansal tablolar: Bir ana ortaklık, bir iştirakte yatırımcı veya müştereken kontrol edilen bir işletmede ortak girişimci tarafından hazırlanan ve yatırımların, yatırım yapılan işletmenin net varlıkları ve raporlanan faaliyet sonuçları yerine, doğrudan özkaynak payı esas alınarak hesaplandığı finansal tablolarıdır.

Önemli etki: Yatırım yapılan işletmenin finansal ve faaliyetle ilgili politikaların belirlenmesi kararlarına katılma gücü olup bu politikaları tek başına ya da bir başka taraf ile ortak kontrol etme gücünü ifade etmemektedir.

Bağlı ortaklık: İşletmenin, adi ortaklık gibi tüzel kişiliği olmayan işletmeler de dahil olmak üzere, (ana ortaklık olarak bilinen) başka bir işletme tarafından kontrol edilen işletmelerdir.

Kapsam: (p. 1). Bu Standart, iştiraklerdeki yatırımların muhasebeleştirilmesinde uygulanır. Ancak; a) Risk sermayesi (girişim sermayesi) kuruluşları, b) Yatırım fonları, ve yatırım amaçlı sigorta fonlarını kapsayan benzer işletmeler tarafından elde

bulundurulan ve "TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme" Standardı uyarınca muhasebeleştirilerek, ilk muhasebeleştirmeyi takiben gerçeğe uygun değeri ile değerlendirilip kar veya zararlar ile ilişkilendirilen veya alım-satım amaçlı elde bulundurulan iştirak yatırımları bu Standart kapsamında değildir.

(p. 4). Bireysel finansal tablolar; iştiraklerdeki yatırımların özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirildiği ve iş ortaklıklarındaki girişimci paylarının ise oransal olarak konsolidasyona dahil edildiği konsolide finansal tablolara ek olarak hazırlanan finansal tablolardır. Bireysel finansal tabloların konsolide finansal tabloların ekinde ya da konsolide finansal tablolara birlikte sunulması ihtiyaridir.

Önemli etki: (p. 6). Yatırım yapılan işletmenin oy hakkının % 20 ya da daha fazlasını elinde tutması durumunda, önemli etkisi bulunduğu kabul edilir. Yatırım yapılan bir işletmeye başka bir yatırımcı tarafından önemli tutarda veya mutlak çoğunlukla sahip olunması, yatırımcı işletmenin önemli etkiye sahip olmasına engel teşkil etmez.

(p. 7). Aşağıdaki hususlarda "önemli etkisinin" bulunduğu kabul edilir: a) yönetim kurulunda temsil edilme; b) Temettüleri gibi politika belirleme süreçlerine katılma; c) Yatırımcı işletme ile yatırım yapılan işletme arasında önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi, d) İşletmeler arasında yönetici personel değişimi; veya e) İşletme için gerekli teknik bilginin sağlanması.

Özkaynak yönteminin uygulanması: (p. 13). Aşağıdaki istisnalar dışında bir iştirak yatırımı için Özkaynak Yöntemi uygulanır; a) İştirakin "TFRS 5 Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler " Standardı uyarınca elden çıkarılmak amacıyla bulundurulan varlık olarak sınıflandırılması; b) "TMS 27 Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar" hazırlama yükümlülüğü bulunmayan bir ana ortaklığın, aynı zamanda bir iştirak yatırımının da bulunması, c) Aşağıdaki durumlarda: i) Yatırımcı, bir bağlı ortaklık ise ve buna itiraz etmemiş olmaları, ii) Yatırımcının borçlanma veya özkaynağa dayalı araçları kamuya açık bir piyasada (yerel ve bölgesel piyasalar da dahil olmak üzere yurtiçi ya da yurtdışı menkul kıymet borsaları ya da tezgah üstü piyasada) işlem görmüyorsa, iii) Yatırımcı, kamuya açılma başvuru süreci içinde değilse, ve iv) Yatırımcının ana ortaklığı konsolide finansal tablolar hazırlayarak kamuoyunun bilgisine sunması.

Değer düşüklüğü zararları: (p. 33) TMS 39 hükümlerinin uygulanmasının yatırımda değer düşüklüğü olabileceğini gösterdiği durumlarda, iştirak yatırımının geri kazanılabilir tutarı (kullanım değeri ile gerçeğe uygun değerinden satış maliyetlerinin düşülmesi sonucu bulunan tutardan büyük olanı) ile defter değeri karşılaştırılarak

yatırımın tüm defter değeri TMS 36'ya göre değer düşüklüğü açısından test edilir. Yatırımın kullanım değerinin belirlenmesinde işletme tarafından aşağıdaki tahminler yapılır: (a) Yatırım yapılan iştirakin, söz konusu iştirakin faaliyetlerinden sağlanacak nakit akımları ve nihai olarak yatırımın elden çıkartılması ile elde edilecek kazançlar da dahil olmak üzere, gelecekte gerçekleştirmesi beklenen tahmini nakit akımlarının bugünkü değerinden kendisine düşen pay; veya (b) İştiraktan alınacak kâr paylarından ve nihai olarak yatırımın elden çıkarılmasından kaynaklanması beklenen gelecekteki tahmini nakit akımlarının bugünkü değerinden kendisine düşen pay. Uygun varsayımlar altında her iki yöntem de aynı sonucu verir.

Açıklamalar: (p. 37). Finansal tablolarda aşağıdaki açıklamalar yapılır: (a) İlan edilmiş fiyat kotasyonları bulunan iştirak yatırımlarının gerçeğe uygun değerleri; (c) Oy hakkının % 20'sinden daha azına sahip olunması halinde; yatırım yapılan işletmede önemli etkisi bulunduğu sonucuna varan yatırımcının, önemli etkiye sahip olunmadığı varsayımını geçersiz kılma gerekçeleri;

EK5.3. İş Ortaklıklarındaki Paylar (Tms 31) Sıra No: 14

(P. 1) Ancak bu Standart, alım-satım amaçlı elde tutulan ve bu şekilde sınıflandırılan, ilk muhasebeleştirme sırasında gerçeğe uygun değerinden ve gelir tablosu ile ilişkilendirilmek suretiyle gösterilen ve “TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme” Standardı ile uyumlu olarak muhasebeleştirilen; (a) Girişim (risk) sermayesi organizasyonları, veya (b) Yatırım fonları ve yatırım amaçlı sigorta fonları dahil benzeri işletmeler, tarafından elde tutulan, müştereken kontrol edilen işletmelerdeki ortak girişimci katılım paylarına uygulanmaz.

(P. 2) Müştereken kontrol edilen bir işletmede paya sahip olan bir ortak girişimci, aşağıdaki şartları taşıması halinde Paragraf 30 (oransal konsolidasyon) ve Paragraf 38 (özkaynak yöntemi) hükümlerinden muaftır: (a) “TFRS 5 Satış Amaçlı Elde Tutulan Maddi Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler” Standardına göre satılmak amacıyla elde tutulan ve bu şekilde sınıflandırılan payları, b) Müştereken kontrol edilen işletmede payı olan bir ana ortaklığın konsolide finansal tablo düzenlememesine izin veren “TMS 27 Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar” Standardının 10 uncu paragrafındaki istisna kapsamında ise; veya (c) Aşağıdakilerin tümü geçerli ise: (i) Ortak girişimcinin; bağlı ortaklığı olması (ii) kamuya açık bir piyasada işlem görmüyor olması (iii) kamuya açık başvuru sürecinde olmaması; ve (iv) Ortak girişimcinin nihai ana ortaklığı konsolide finansal tablo hazırlaması.

Oransal konsolidasyon: Müştereken kontrol edilen işletmenin aktif, pasif, gelir ve gider kalemlerinin, ortak girişimcinin payı oranında ortak girişimcinin finansal tablolarında satır satır benzer kalemlerle birleştirilmek suretiyle muhasebeleştirilmesi veya ortak girişimcinin finansal tablolarında söz konusu kalemlerin ayrı bir satır olarak raporlanmasını kapsayan muhasebeleştirme yöntemidir.

Ortak girişimci: İş ortaklığı üzerinde müşterek kontrol gücüne sahip olan katılımcı taraftır.

(P. 5) Bireysel finansal tablolar; iştiraklerdeki yatırımların özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirildiği ve iş ortaklıklarındaki ortak girişimci paylarının ise oransal olarak konsolidasyona dahil edildiği konsolide finansal tablolara ek olarak hazırlanan finansal tablolardır. Bireysel finansal tabloların konsolide finansal tabloların ekinde ya da konsolide finansal tablolara birlikte sunulması gerekli değildir.

İş ortaklıklarının çeşitleri: (P. 7) üç tür iş ortaklığını -müştereken kontrol edilen faaliyetler, varlıklar ve işletmeler- için aşağıdaki özellikler geçerlidir: (a) İki veya daha fazla ortak girişimci sözleşmeye dayalı bir düzenleme ile bağlanmıştır; ve (b) Sözleşmeye bağlı düzenleme müşterek kontrolü oluşturur.

Sözleşmeye bağlı düzenleme: (p. 9) Sözleşmeye bağlı bir düzenlemenin varlığı, müşterek kontrol ihtiva eden katılım paylarını, yatırımcıların önemli etkiye sahip olduğu iştiraklerdeki yatırımlardan ayırır (bkz: TMS 28). Müşterek kontrol oluşturmak için sözleşmeye bağlı bir düzenleme içermeyen faaliyetler, bu Standart kapsamında iş ortaklığı olarak değerlendirilmez. (p. 10) Sözleşmeye bağlı düzenlemenin varlığı bir sözleşme tutanağı gibi ispatlanabilir. (p. 11) Sözleşmeye bağlı düzenleme, iş ortaklığı üzerinde müşterek kontrolü tesis eder. Böyle bir zorunluluk, herhangi bir ortak girişimcinin tek başına faaliyeti kontrol etme imkanını engeller. (p. 12) Sözleşmeye bağlı düzenleme, bir ortak girişimciyi iş ortaklığının işletmecisi veya yöneticisi olarak belirleyebilir. İşletmecinin ekonomik etkinliğin finansal ve faaliyet politikalarını kontrol etme gücüne sahip olması, girişimi kontrol ettiği anlamına gelir ve bu durumda girişim; işletmecinin iş ortaklığı değil, bağlı ortaklığı kabul edilir.

Müştereken kontrol edilen faaliyetler: (p. 13) Ortak girişimcilerin varlıklarının ve diğer kaynaklarının kullanımını gerektirir. İş ortaklığı sözleşmesi genellikle ortak ürünün satış hasılatının ve yapılan ortak giderlerin ortak girişimciler arasında paylaşılmasına imkan sağlar. *Müştereken kontrol edilen varlıklar:* (p. 18) Varlığının ortak mülkiyetini kapsar. Her bir ortak girişimci, varlıklardan elde edilen hasılat üzerinden pay alabilir ve her biri üstlenilen giderlerden mutabık kalınmış bir kısmına katlanır.

Müştereken kontrol edilen işletmeler: (p. 24) Ortak girişimcilerin arasındaki sözleşmeye bağlı düzenlemenin işletmenin ekonomik faaliyeti üzerinde müşterek kontrol oluşturması dışında, diğer işletmelerle aynı şekilde faaliyet gösterir.

Ortak girişimcinin finansal tabloları: Oransal konsolidasyon: (p. 34) Ortak girişimci, müştereken kontrol edilen işletmenin aktif, pasif, gelir ve giderlerinin her birinden payına düşen kısmını kendi finansal tablolarında satır satır benzer kalemler ile birleştirebilir. Ya da ayrı satırlar ilave edebilir. *Özkaynak yöntemi:* (p. 40) Özkaynak yönteminin kullanımı, kontrol edilen kalemlerin müştereken kontrol edilen kalemlerle birleştirilmesinin uygun olmadığı ve ortak girişimcilerin müştereken kontrol edilen işletmede müşterek kontrolden ziyade önemli etkiye sahip olduğu görüşüne dayanır. Oransal konsolidasyon ortak girişimcinin gelecekteki ekonomik faydadan alacağı payı üzerindeki kontrolünü, daha iyi yansıtır.

İş ortaklıklarındaki payların yatırımcının finansal tablolarında raporlanması (p. 51) İş ortaklığındaki yatırımı üzerinde müştereken kontrolü olmayan bir yatırımcı bu yatırımı TMS 39 uyarınca veya iş ortaklığında önemli etkiye sahip ise TMS 28 uyarınca muhasebeleştirir.

EK5.4. Varlıklarda Değer Düşüklüğü (Tms 36) Sıra No: 28

Amaç: (p. 1) Bu Standardın amacı; bir işletmenin, varlıklarının geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir değerden izlenmemesini sağlamak amacıyla varlığın defter değerinin; kullanımı ya da satışı ile geri kazanılacak tutarından fazla olması durumunda, varlık değer düşüklüğüne uğramıştır. Zararını ne zaman iptal etmesi gerektiği ile kamuoyuna yapılması gereken açıklamaları belirlenir.

(p. 4) Bu Standart aşağıdaki şekilde sınıflandırılan finansal varlıklara uygulanır: (a) "TMS 27 Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar" Standardında tanımlanan bağlı ortaklıklar; (b) "TMS 28 iştiraklerdeki Yatırımlar" Standardında tanımlanan iştirakler; ve (c) "TMS 31 İş Ortaklıklarındaki Paylar" Standardında tanımlanan iş ortaklıkları. Diğer finansal varlıklardaki değer düşüklüklerine ilişkin olarak TMS 39 hükümleri esas alınır.

Varlığın gerçeğe uygun değeri piyasa değeri ise, satış maliyetleri ve elden çıkarmak için oluşacak doğrudan ek maliyetler gerçeğe uygun değeri verir. Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde ise yeniden değerlendirilmiş varlığın değer düşüklüğüne uğraması olası değildir. Elden çıkarma maliyetleri önemli ise yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için test eder.

Varlığın gerçeğe uygun değerinin piyasa değerinden farklı bir esasa göre belirlenmesi durumunda, söz konusu varlığın yeniden değerlendirilmiş değeri (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değeri) geri kazanılabilir tutarından daha büyük ya da daha düşük olabilir, test edilmelidir.

Aktif piyasa: Piyasada ticareti yapılan mallar homojendir, normalde, bu malların her zaman için bir alıcısı ve satıcısı mevcuttur, fiyatlar kamuoyu tarafından öğrenilebilir.

Anlaşma tarihi: devralanın işletmeleri üzerindeki kontrolü ele geçirme teklifini kabul ettiği tarihtir.

Nakit yaratan birim: Diğer varlıklardan bağımsız bir nakit girişi yaratan belirlenebilir en küçük varlık grubudur.

Varlık; terimi, hem tek bir varlık için hem de nakit yaratan bir birim için kullanır.

Her bir raporlama tarihi itibarıyla, işletme, bir varlığın değer düşüklüğünü değerlendirir. Sınırsız yararlı ömre sahip veya henüz kullanımda olmayan bir maddi olmayan duran varlığı ve şirket birleşmesi sırasında edinilen şerefiyeyi değer düşüklüğü açısından yıllık olarak test eder.

İşletme, varlığın değer düşüklüğüne uğramış olabileceğini gösteren belirtiler;

İşletme dışı bilgi kaynakları: Varlığın piyasa fiyatı, çok daha fazla azalmıştır. İşletmenin faaliyette bulunduğu pazarda işletme üzerinde olumsuz etkisi olan önemli değişiklikler gerçekleşmiştir. Dönem içerisinde, faiz oranları artmış olup; kullanılan iskonto oranını önemli ölçüde etkilemesi muhtemeldir. İşletmenin net varlıklarının defter değeri piyasa değerlerinden daha yüksektir.

İşletme içi bilgi kaynakları: Varlık fiziksel hasara uğramıştır. İşletmede, varlığın kullanım yöntemini etkileyecek, önemli olumsuz değişiklikler meydana gelmiştir. Varlığın ekonomik performansı beklenenden daha kötüdür.

(p. 14) Varlığın değer düşüklüğüne uğramış olabileceğini gösteren işletme içi raporlardan elde edilen kanıtlar şunlardır: Varlığı çalıştırmak için gerekli olan nakit yüksektir, varlıktan kaynaklanan net nakit akışları kötüdür, faaliyet kârında önemli azalmalar mevcuttur, faaliyet zararları olacağı görülmektedir.

Geri kazanılabilir tutarın ölçülmesi: nakit yaratan birimin satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değer ile kullanım değerinden yüksek olanı olarak tanımlanır.

Gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilme esası: (p. 33) Bir işletme, kullanım değerini ölçerken aşağıdakileri uygular: (a) Nakit akış projeksiyonlarını, ilgili varlığın geriye kalan yararlı ömrü boyunca var olacak ekonomik koşullara ilişkin yönetimin yaptığı en iyi tahminleri içeren mantıklı ve desteklenebilir varsayımlara dayandırır.

İşletme dışı kanıtlara daha fazla ağırlık verir. (b) En güncel finansal bütçelere/tahminlere dayandırır; yeniden yapılandırmalar dikkate almaz. Haklı gerekçeler bulunmadığı sürece, en fazla 5 yıllık dönemi kapsar. (c) Haklı gerekçeler bulunmadığı sürece; takip eden yıllarda sabit ya da azalan büyüme oranları uygulamak suretiyle, işletmenin faaliyet gösterdiği ürünler, endüstriler, ülke veya ülkeler ya da varlığın kullanıldığı piyasalar için geçerli uzun vadeli ortalama büyüme oranlarını aşmaz. Sonuç, gelecekteki nakit akışlarının beklenen bugünkü değerini, diğer bir deyişle, her türlü muhtemel sonucun ağırlıklı ortalamasını yansıtır. Ek-A, varlığın kullanım değerinin ölçülmesinde, bugünkü değer tekniklerinin kullanımına ilişkin ek bir rehber sağlar.

İskonto oranı: (p. 55) İskonto oranı (oranları), aşağıda yer alanlara ilişkin cari piyasa değerlendirmesini yansıtan vergi öncesi oran (oranlar) olacaktır: (a) Paranın zaman değeri; ve (b) Gelecekteki nakit akış tahminlerinde dikkate alınmamış olan, varlığa özgü riskler. (p. 56) Paranın zaman değeri ile varlığa özgü risklere ilişkin cari piyasa değerlendirmesini yansıtan oran; yatırımcıların tutar, zaman ve risk profili açısından işletmenin varlıktan elde etmeyi beklediği nakit akışlarıyla aynı düzeyde nakit akışları yaratan bir yatırım yapmış olmaları durumunda elde etmeyi bekleyecekleri kazançtır. Bu oran, ilgili varlığa benzer bir varlığa (veya varlık portföyüne) sahip halka açık bir işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden tahmin edilir.

Kullanım değerinin ölçülmesine ilişkin olarak bugünkü değer tekniklerinin kullanılması

EK5.5. Kullanım Değerinin Ölçülmesi

Kullanım Değerinin Ölçülmesine İlişkin Olarak Bugünkü Değer Tekniklerinin Kullanılması ve bugünkü değer ölçümünün unsurları:

(p. A1) (a) Elde etmeyi planladığı gelecekteki nakit akışına veya serisine ilişkin tahminler; (b) Nakit akışlarının tutarında veya zamanlamasındaki muhtemel değişikliklere ilişkin beklentiler; (c) Mevcut piyasa riski hariç tutulmuş faiz oranının kullanılması suretiyle gösterilen paranın zaman değeri; (d) Varlığın doğasında mevcut belirsizliğe katlanma bedeli; (e) Piyasa katılımcılarının, işletmenin varlıktan elde etmeyi beklediği gelecekteki nakit akışlarının fiyatlandırmasına yansıtılabileceği, bazen belirlenmeleri mümkün olmayan, diğer (likidite eksikliği gibi) etkenler.

(p. A2) "Geleneksel" yöntemde, düzeltmeler iskonto oranının içinde gizlidir. "Beklenen nakit akışı" yöntemine ulaşılması sırasında bazı düzeltmeler yapılmasına sebep olur. Sonuç ağırlıklı ortalamasını yansıtmak olmalıdır.

Genel İlkeler:

(p. A3) Gelecekteki nakit akışlarını ve faiz oranlarını hesaplamada kullanılacak teknikler; (a) nakit akışlarının iskonto edilmesinde kullanılan faiz oranları, hesaplanan nakit akışlarında dikkate alınanlarla tutarlı varsayımları yansıtmalıdır. Örneğin, söz konusu nakit akışları, gelecekte karşılaşılabilecek geri ödenmeme risklerinin etkilerini zaten yansıtmaktadır. (b) Tahmin edilen nakit akışları ve iskonto oranları önyargıdan arındırılmış olmalıdır. Örneğin, bir varlığın gelecekteki kârlılığını arttırmak için, nakit akışlarının kasıtlı olarak eksik tahmin edilmesi, gerçekleştirilen ölçüm işlemine önyargı katar. (c) Sonuçlara ilişkin bir aralığı yansıtmalıdır.

Bugünkü değerin hesaplanmasında geleneksel yöntem ve beklenen nakit akışları yöntemi

Geleneksel yöntem:

(p. A4) Tek bir tahmini nakit akışı seti ve genelde "riske uygun oran" olarak tanımlanan tek bir iskonto oranını kullanır. (p. A5). Nispeten daha kolaydır. (p. A6) Piyasası olmayan veya kıyaslanabilecek başka bir kalem bulunmayan varlıklar açısından, "Risk uyumlu faiz oranı"nın, piyasada mevcut gözlemlenebilir bir faiz oranı olan bir varlık ve, daha önceden ölçülmüş bir varlık olmalıdır. Diğer varlığın nakit akışları, özellikleri ölçülmüş olan varlığınkine benzer olmalıdır. (a) İskonto edilecek nakit akışlarının tespit edilmesi; (b) Piyasada nakit akışları benzer özellik gösteren başka bir varlığın belirlenmesi; (c) İki kalemin benzer olduğundan emin olmak için, bunların nakit akışlarının karşılaştırılması (örneğin, her iki nakit akışı birden mi sözleşmeye bağlıdır, yoksa bir tanesi sözleşmeye bağlı, diğeri ise tahmini nakit akışı mıdır?); (d) Kalemlerden bir tanesinde mevcut olup da, diğesinde olmayan bir unsur bulunup bulunmadığının değerlendirilmesi (örneğin, kalemlerden birisi diğesine kıyasla daha mı likittir?); (e) Her iki nakit akışının da değişen ekonomik koşullarda benzer şekilde hareket etme eğiliminde olup olmadığının (yani değişip değişmediğinin) değerlendirilmesi.

Beklenen Nakit Akışı Yöntemi

(p. A7) Beklenen nakit akışı yöntemi, muhtemel nakit akışlarıyla ilgili tüm beklentileri kullanır. Örneğin, bir nakit akışını gerçekleştireceği tahmin edilen tutar; yüzde 10, yüzde 60 ve yüzde 30 olasılıkla, sırasıyla 100 PB, 200 PB veya 300 PB olabilir. Beklenen nakit akışı 220 PB'dir.

(p. A8) Beklenen nakit akışı yöntemi, nakit akışlarının zamanlamasının kesin olmadığı durumlarda, bugünkü değerin tespitine ilişkin tekniklerinin kullanılmasına da izin verir. Örneğin, 1000 PB'lik bir nakit akışı, bir yılda, iki yılda veya üç yılda sırasıyla yüzde 10, yüzde 60 ve yüzde 30 olasılıkla elde edilebilecek olabilir. $(1000 / (1 + \%5)) * \%$

$10 + (1000 / (1 + \%5. 25)^2) * \% 60 + (1000 / (1 + \%5. 5)^3) * \% 30$ Beklenen bugünkü değer: 892, 36 PB

(p. A10) Beklenen nakit akışı yönteminde, olasılıkların kullanılması esastır. Geleneksel yöntemin, beklenen nakit akışları yönteminin sağladığı hesaplama şeffaflığını sunmamaktadır. Hesaplanan beklenen nakit akışı tutarları, asgari, en muhtemel, veya azami tutarların tek başına kullanıldığı durumla kıyasla, kullanım değerine ilişkin daha iyi bir tahmin sağlar. (p. A12) Beklenen nakit akışı yönteminin uygulanması, maliyet-fayda koşullarına bağlıdır.

(p. A15) Nakit akışı tahminlerin tespitinde dikkate alınan riskleri yansıtmamalıdır. Aksi takdirde, bazı varsayımların etkileri iki defa dikkate alınmış olur. (p. A16) Varlığa özgü bir oranın doğrudan piyasadan elde edilemediği durumlarda, işletme, iskonto oranını tahmin etmek için onun yerine geçebilen başka oranları kullanır. (p. A17) (a) Sermaye varlıkları fiyatlandırma yöntemi gibi teknikler kullanılmak suretiyle belirlenen, işletme sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyeti (b) İşletmenin marjinal borçlanma oranı (c) Diğer piyasa borçlanma oranlarıdır.

(p. A18) Ancak söz konusu oranlar: (a) Piyasanın, varlığın beklenen nakit akışlarıyla ilgili özel riskleri değerlendirme şeklini yansıtmak; ve (b) Varlıktan beklenen nakit akışlarıyla ilişkili olmayan veya nakit akışlarının tespitinde dikkate alınmış riskleri dikkate almamak, için düzeltilmelidir. Ülke riski, döviz riski ve fiyat riski gibi de riskler göz önünde bulundurulmalıdır. (p. A19) İskonto oranı işletmenin sermaye yapısından ve varlığın satın alınmasını finanse etme yönteminden bağımsızdır, çünkü varlıktan kaynaklanması beklenen gelecekteki nakit akışları varlığın satın alınmasının finanse edilme yöntemine bağlı değildir. (p. A20) iskonto oranının vergi öncesi oran olmasını gerektirir. (p. A21) Risklerde meydana gelecek bir farklılığa ya da faiz oranlarının vade yapısına duyarlı olduğu durumlarda, işletme, farklı gelecek dönemler için ayrı iskonto oranları kullanır.

KAYNAKLAR

- Akay, Hüseyin, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yaylın Matbaası, İstanbul, 1997
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, Nejat Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri, Gazi Kitabevi, 10.baskı
- Akgüç, Öztin, Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, istanbul, 7 baskı 1998
- Alezander, David, Financial Reporting, London, 1994
- Ataman, Ümit Genel Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri Cilt 2, Türkmen Kitabevi, 2005
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, Türkmen Kitabevi, 1999
- Atasagun, H. Fehmi, Kit'lerin Özelleştirilmesinde Değerleme Fiyatlamaya İlişkisinin Analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, A. Ü. Sbf, Ankara 1992.
- Atilla Gönenli, Finansal Tablolar, Sermet Matbaası, İstanbul, 1979
- Bahski, Gurdip ve Chen, Zwiwu, Stock Valuation In Dynamic Economies, Yale International Center For Finance, Working Paper No:00-36, 2001, Mayıs.2
- Beiner, Stefan, Schmid, Markus ve Wanzeried, Gabrielle, Product Market Competition, Managerial Incentives And Firm Valuation, January 2005
- Berk, Niyazi, Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 3. baskı
- Bilen, Gökhan, Firmaların Gerçek Değerinin Hesaplanması ve Pazar Fiyatının Belirlenmesi, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2002
- Bilgili, Erhan ve Sakarya, Şakir, Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986 – 2000 Eğilimleri, Banka – Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:38, Ağustos 2001
- Bolak, Mehmet, Finans Mühendisliği Kavramlar ve Araçlar, Beta basım yayım, ekim 1998
- Bozkurt, Ünal, Arıkan, Türkan ve Doğukanlı, H. , İşletme Finansmanının Temelleri, Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997
- Bozkurt, Ünal, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul, 1988
- Bradford, Cornell, Corporate Valuation, New York 1993.
- Brealey, Richard A., Myers, Steward C. ve Marcus, Alan J., İşletme Finansının Temelleri, Çev. Bozkurt, Ünal, Arıkan, Türkan, Doğukanlı, Hatice, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997
- Cesur, Ahmet Mithat, Özelleştirme ve Firma Değerlemesi, Ankara, Özelleştirme İdaresi Proje Değerlendirme Genel Müdürlüğü., Ekim 1993.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi, Bursa, 2004
- Chambers, Nurgül, Firma Değerlemesi, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2005

- Copeland, Tom, Koller, Tim ve Murrin, Jack, Valuation Measuring And Managing The Value Of Companies, John Wiley & Sons, Inc. Usa, 2000
- Damodaran, Aswath Corporate Finance, John Wiley & Sons Inc., 2001
- Damodaran, Aswath, Beyond Inputs: Choosing And Using The Right Model Discounted Cashflow Valuation, ([Http://Pages.Stern.Nyu.Edu/~Adamodar/Pdfiles/Model.Pdf](http://Pages.Stern.Nyu.Edu/~Adamodar/Pdfiles/Model.Pdf))
- Damodaran, Aswath, Investment Valuation, John Wiley & Sons, Inc. 1996
- Doyrangöl, Nuran Cömert, Gökçen, Gürbüz, İbiş, Cemal, Genel Muhasebe Defter Tutma Uygulamaları, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı,3.baskı,
- Durmuş, Hayri Ahmet, Mali Tablolar Tahlili, İstanbul, 1995
- Ercan, Metin Kamil, Öztürk, M. Başaran ve Demirgüneş, Kartal, Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, Ankara 2003
- Fabozzi, Frank J. , Modigliani, Franco ve Ferri, Michael G., Foundations Of Financial Markets And Institutions, Prentice-Hall International, Inc, Usa, 1994
- Fernandez, Elvin, 56th Fiabcı World Real Estate Congress Athens, Greece, Paper: Property Valuation For Company Balance Sheets, Following The Adoption Of Ifrs, 18 May 2005, [Http: //Www. Khongjaafar. Com. My](http://Www.Khongjaafar.Com.My), Section 3. 2
- Fernandez, Pablo, Three Residual Income Valuation Methods And Discounted Cash Flow Valuation, Research Paper, No487, January 2003
- Fisher, Donald E. ve Jordan, Ronald J., Security Analysis And Portfolio Management, Prentice-Hall International Editions, Usa, 1991
- Garvey, Gerald T. ve Milbourn, Todd T., The Optimal And Actual Use Of Eva versus Earnings İn Executive Compensation, Claremont Cooleges, Working Papers İn Economics, Current Draft: May 16, 2000
- Glower, Amsia, Valuation Of Unquoted Shares, London, 1985
- Gökçen, Gürbüz, Ekonomik Katma Değer (Eva), Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:24, Ekim 2004
- Grant, James L., Foundation Of Economic Value Added, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania, 1997
- Grundy, Tony, Johnson, Garry ve Scholes, Kevan, Exploring Strategic Financial Management, Prentice-Hall, Europe, 1998
- Guatri, Luigi, The Valuation Of Firms, Blackwell Publishers, 1994
- Gültekin, Rodoplu, Türkiye’de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı, İstanbul 1993
- Gürbüz, Osman A. ve Ergincan, Yakup, Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür, 2004,
- Güvemli, Oktay , Chambers, Nurgül, İme, Mustafa, Yatırım Projelerinin düzenlenmesi değerlendirilmesi ve izlenmesi, Mödav yayın no:2, 6. baskı, İstanbul 1997
- Hacıüstemoğlu, Rüstem, Şakrak, Münir ve Demir, Volkan, Etkin Performans Ölçüm Aracı (Eva) (Ekonomik Katma Değer – Ekonomik Kar Yaklaşımı), Mali Çözüm Dergisi, Sayı:59, Nisan 2002

- Helfert, Erich A. , Techniques Of Financial Analysis, Eight Edition, New York 1994
- Herzberg, Martin M., Implementing Ebo/Eva Analysis İn Stok Selection, Journal Of Investing, Spring 1998, Vol.7, Issue.1
- Higgins, Robert, Analysis For Financial Management, Fifth Edition
- International Valuation Standarts Committee, International Valuation Standarts, London, United Kingdom, Sixth Edition, 2003
- Kanalıcı, Hülya, Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler, SPK yayın no:77
- Kara, Hatice, Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak Eva (Economic Value Added): İmkb Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ana Bilim Dalı, Ankara, 2002
- Karaşin, A. Gültekin, Sermaye Piyasası Analizleri, Sermaye Piyasası Kurulu, No:4, Ankara 1986
- Karaşin, Gültekin, Menkul Kıymet Programları, Analist, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 1991
- Kibar, Halil, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998
- Kleiman, Robert T., Some New Evidence On Mva Companies, Journal Of Applied Corporate Finance, Summer 1999
- Korkmaz, Tuba K. ve Özdemir, Mine A., Ekonomik Katma Değer – Eva Nedir?, Activefinans, Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:6, Sayı:33, Kasım 2003
- Malikiel, Burton G., Equity Yields, Growth And The Structure Of Share Prices, American Economic Review, December 1963
- Muehlhauser, Robert G., Putting Performance Measures To Work, Journal Of Applied Corporate Finance, Summer, 1995
- Mullen, Maggie, Valuation, Acquisitions Monthly, March 1995
- Position Statement, Valuation Of Assets For Financial Statements, 19 March 2004, [Http: //Www. İvsc. Org](http://www.ıvsc.org), Section 2. 1, 3. 1
- Sağmanlı, Metin, Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını No: 6, 1996
- Sarıkamış, Cevat, Sermaye Pazarları, Alfa Yayın Dağıtım, Yayın No: 213, 1995
- Sarıkamış, Cevat, Şirket Birleşmeleri, Avcıol basım yayın, İstanbul 2003
- Seitz, Neil ve Ellison, Mitch, Capital Budgetting And Long-Term Financial Decisions, The Dryden Press, Usa, 1995
- Seyidoğlu, Halil, Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara 1992.
- Sharpe, William F. ve Alexander, Gordon J., Investments, Prentice-Hall International Editions, Usa, 1990

- Stanley, Curtis H. , Cost-Basis Valuations İn Transactions Between Entities, The Accounting Review, July, 1964.
- Stewart, G.Bennett, The Eva Management Guide: The Quest For Value, Harper Business Publishers, 1991
- Şenel, Kerem, Firma ve Hisse Senedi Değerlemesi, Tspakb, Eğitim Notları
- T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Türkiye’de Özelleştirme, Basın ve Halkla İlişkiler Daire Başkanlığı, 15 Mayıs 2002
- United Nations, Accounting, Valuation And Privatization, New York, 1993
- Wallace, J.S., Adopting Residual Income Based Compensation Plans: Evidence Of Effects On Management Actions, University Of California Working Papers, Irvine, Ca., 1997
- West, Thomas ve Jones, Jeffrey, Handbook Of Business Valuation, John Wiley & Sons. Inc., Usa, 1992
- White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpaul C. ve Fried, Dow., The Analysis And Use Of Financial Statements, John Wiley & Sons Inc., 2.B., 1997
- Williams, J.B. , The Theory Of Investment Value, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1938.
- Yazıcı, Kuddusi, Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı; Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü. Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos 1997. ISBN 975-19-1809-X, Uzmanlık tezi – DPT, [http: /ekutup. dpt. gov. tr/kit/yazicik/ozelles. html](http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles.html), Bölüm 1. s.2
- Young, D.S. ve O’bryne, S..F., Eva And Value Based Management, Mcgraw-Hill Inc, 2001
- Yörük, Nevin, Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi, İMKB 2000
- Yürüdü, Ali, Sermaye Şirketlerinde Hisse Senetlerinin Değerlemesi ve Türkiye’den Halka Açık Bir Şirkete Yönelik Uygulama ve Raporlama, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, 2005