

İŞLETMELERDE ŞİRKET DEĞERLEMESİ-1

Serdar ÖZEN^(*)

- GİRİŞ

İşletmelerde şirket değerlemesi, 1980'li yıllardan itibaren gittikçe artan bir şekilde uygulanmaya başlanmasına rağmen finans yazınında bir disiplin olarak yerini yeni yeni almaktadır. Günümüzde şirket değerlemesine daha fazla ilgi gösterilmekte ve bu konuda yapılan bilimsel çalışmaların sayısı da gide-rek artmaktadır.

Şirket değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım satım değeridir. Yapmış olduğumuz bu çalışmanın birinci bölümünde, bu değer tespiti için uygulanacak yöntemler ve bu yöntemlerde kullanılabilecek standartların belirlenmesi ve uygulama güçlükleri üzerinde, ikinci bölümünde ise şirket değerini etkileyen faktörler ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki değerlendirme metodları arasındaki farklılıklar üzerinde durulacaktır.

II. DEĞERLEME KAVRAMININ TEMELLERİ

II.1. Değerleme Kavramı

İşletmeler sahip oldukları fiziksel varlıklar ve üre-

tim, satış, pazarlama, yönetim bilgileri, geçmişten bugüne yarattıkları firma imajı ve geleceğe ilişkin gelir yaratma potansiyelinin oluşturduğu bütünsel bir değere sahiptirler. İşletmelere yapılacak yatırımların başarılı olması, bu işletmelere yapılmış olan yatırımların performanslarının ölçülmesi, her işletmenin kendi durumunu ve gerçeklerini görebilmesi, o işletmenin değerinin saptanmasını gerektirir. Şirket değerinin belirlenmesi süreci, genel olarak şirketin bilançosunda yer alan her kalemin ayrı ayrı değerinin belirlenerek şirketin toplam değerine ulaşılmasını içerir.¹

Çeşitli varlıklara ve işletmelere yatırım yapılmasındaki temel neden, o varlıklara/işletmelere sahip olunması halinde gelecekte elde edilmesi umulan kazançtır. Gelecekte elde edilecek kazanç, farklı yazarlar tarafından değişik ölçütler esas alınarak belirtilmektedir. Başlıcaları; gelecekte elde edilecek nakit akımı getiri, kar ve piyasa katma değeri olan farklı tanımlamalar yapılmakla birlikte, tüm değişkenlerin geleceğe ait bir beklentiyi yansıtması. ortak bir nitelik oluşturmaktadır.

Değerleme, varlığın parasal değeri hakkında yazılı bir görüş olarak tanımlanır ve objektif analizler ile subjektif yargıları birleştirmesi nedeniyle hem bilim hem de sanat niteliği taşır. Değerleme, değerlemeci tarafından bilinen, ilgili gerçeklere dayanarak

^(*) Vergi Denetmeni .

¹ Orhan Çelik, Şirket Birleşmeleri ve Birleşen Şirketlerin Değerlemesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, yüksek lisans tezi, Ankara, 1997, s.75

oluşturulan kişisel fıkırlardır. Bir başka tanımlamaya göre değerlendirme, spesifik bir amaç için, belirli bir tarihte işletme değerinin belirlenmesidir. Bu tanımlama ile değerlemenin;

- belirli bir zaman veya zaman dilimi,
- belirli bir amaç için yapıldığı vurgulanmaktadır.

Değerleme tarihi, değerlendirme işleminden önce tanımlanmalıdır. Çünkü belirli bir zaman diliminde, genel ekonomik durumda, para ve sermaye piyasalarında ve işletmede ortaya çıkabilecek değişiklikler işletme değerini etkileyebilir. Vergi kanunlarında, faiz oranlarında, işletmenin kazançlarında ortaya çıkabilecek değişiklikler, işletme değerini etkileyebilecek değişkenlerin bazılarıdır. Değerleme, işletme içinde ve işletme çevresinde yer alan; yatırımcıları, yöneticileri, yasaları yapan ve uygulayan kurumları ve kişileri, vergi idarelerini, değerlendirme şirketlerini, hukukçuları, muhasebe ve finansman görevlilerini ilgilendirmektedir. Ancak, değerlendirme konusu işlemin niteliğine ve değerlendirilen işletme ile ilişkilerine bağlı olarak, bu kurum ve kişilerin değerlendirme işlemine bakış açıları farklı olabilir. Aynı işleme farklı perspektiflerden yaklaşan kişi ve kurumların varlığı, amaca uygun ölçütlerle hesaplanmış, objektif sonucu varmayı hedefleyen bir değerlendirme işlemi gerektirmektedir. Bu bakımdan, objektif bir değerlendirme uygun değerlendirme yönteminin seçimini gerektirmektedir. Bütün değerlendirme amaçları için her zaman her yerde kabul edilebilir tek bir yöntemin olmaması, değerlemenin en önemli noktalarından birisidir. Spesifik bir değerlendirme için uygun metodun seçilmesi ve uygun değerlendirme standartlarının saptanması, büyük ölçüde değerlendirme amacının belirlenmesini gerektirir.

II.2. Değerlemenin Amaçları

Yukarıda belirtilen kapsam çerçevesinde konuya bakıldığında, işletme değerlemesi işleminde elde edilen sonucun güvenilirliği ve objektifliği uygun değerlendirme yönteminin seçilmesine bağlıdır. Uygun değerlendirme yönteminin seçilmesi de yukarıda belir-

tildiği gibi değerlendirme amacına bağlı olduğundan, öncelikle değerlendirme amaçlarının belirlenmesine çalışılacaktır. Aşağıda belirtilen durumlarda değer hakkında bir yargı oluşması gerekir ve şu amaçlarla değerlendirme yapılmasına ihtiyaç duyulur²:

- Bir işletmenin satışı veya satın alınması,
- Bir işletmenin diğeri ile birleşmesi, ele geçirilmesi, işletmenin bir bölümünün işletmeden ayrılması (divesting),
- Gayrimenkul planlaması,
- Çalışanları ortak etme planlarının (ESOP) veya diğer çalışanları faydalandırma planlarının (employee benefit plans) uygulanması,
- Vergilendirme işlemleri,
- Özelleştirme uygulamalarını da kapsayacak şekilde halka arzda, ihraç edilecek hisse senetlerinin değerinin belirlenmesi,
- İşletme sahibi veya hissedarın ölümü veya ortaklıktan ayrılması,
- İşletmenin tasfiyesi veya iflası,
- Borcu garanti altına alacak teminat miktarının belirlenmesi,
- Kamu yararına hizmet veren işletmelerin fiyatlandırma politikalarına esas oluşturacak oranların belirlenmesi,
- Yatırım kararlarında karşılaşılan problemlerin çözümü.

İşletme değerlemesi için yukarıda belirtilen bazı yaygın sebepler, fonksiyonel bir temelde gruplandırılarak incelenebilir. Değişik yazarlar tarafından genel olarak birbirine benzeyen gruplandırmalar yapılmaktadır. Kimi yazarlar bu ayrımı, değerlemenin ilgili olduğu alanlar itibarıyla yapmış ve değerlendirme işlemlerini; muhasebe ile ilgili değerlendirme, vergi ile ilgili değerlendirme, davalarla ilgili değerlendirme, finansmanla ilgili değerlendirme, yönetimle ilgili değerlendirme olarak gruplandırmış, diğerleri ise bu gruplamayı; işlem temelli değerlendirme, vergi temelli değerlendirme ve dava temelli değerlendirme olarak yapmıştır.

² Halil İbrahim Yürüdü, Sirket Değerlemesi ve Türkiye’de Uygulamalı Örneği, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, doktora tezi, İstanbul, 1999, s. 17, 18, ...22

II.3. Değerleme Standartları³

Değerlemenin çok çeşitli amaçlardan birini gerçekleştirmek için, belirli bir zaman diliminde gerçekleştirilen değer saptama işlemi olarak tanımlanması değer zaman, değerlendirme sözleşmesinin tarafları, onların amaçları ve geleceğe ilişkin beklentilerine bağlı olarak değişebilen bir niteliği olduğunu düşündürebilir. Ancak, değerlendirme sonuçlarının objektifliğinin sağlanması ve elde edilen sonuçların doğruluğunun sınanması genel kabul görmüş değerlendirme standartlarının belirlenmesini gerektirir. İşletme değerlemesinde yaygın olarak kullanılan ve genel kabul gören değer standartları aşağıda açıklanmıştır.

II.3.1. Orijinal Maliyet :

Bir varlığın üretimi veya satın alınması için katlanılan, hammadde, işçilik, faiz ve diğer giderlerin defterlere kaydedilmiş tutarlarını yansıtır. Her bir varlığın yapılması veya satın alınması belirli bir zaman ve belirli koşullar için gerçekleştirilmiş olduğundan, varlığın değerini yansıtmak için yeterli bir standart değildir. Bununla birlikte orijinal maliyet, fiyat trendlerinin kullanılması ile yeniden üretim maliyetinin geliştirilmesinde bir başlangıç noktası oluşturduğundan değerlemeci açısından önem taşır.

II.3.2. Defter Değeri :

Varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir yani; bir aktifin hesaplara kaydedildiği değerdir⁴. Bilançoya orijinal maliyetleri ile kaydedilen varlıklar, kullanıldıkları dönemde uygun amortisman metodları kullanılarak tüketilirler. Varlıkların orijinal maliyetlerinden birikmiş amortisman miktarının çıkarılması ile elde edilen tutar defter değeri olarak isimlendirilir. Defter değeri, işletme varlıklarının cari piyasa fiyatı veya cari işletme değeri yerine varlıkların geçmiş maliyetlerine dayandığından, geriye doğru sonuçları ifade eden bir değer ölçüsü olarak kabul edilir. Defter değeri aynı zamanda işletme sahiplerinin özvarlık değeri olarak da isimlendirilebilir. Bu nedenle, bir varlığa, işletmeye, gayrimenkule ve doğal kaynaklara sahip olmak ve

ya yatırım yapmak için en önemli finansal ölçütlerden birisini oluşturur.

Daha çok bir muhasebe terimi olma niteliği taşıyan defter değerinin, değer standartı olma özelliği sınırlıdır. Bu nedenle de defter değerinin işletmelerin değerinin belirlenmesinde uygun bir temsilcisi olmadığı konusunda bir fikir birliği vardır. Ancak defter değerinin; hemen hemen tüm işletmeler için elde edilebilir olması, genel kabul görmüş muhasebe prensipleri çerçevesinde, az çok genelleşmiş kuralların uygulanması ile elde edilmesi gibi nedenlerle, işletme değerlemesinde varlık temelindeki değerlendirme yöntemleri için güvenilir bir başlangıç noktası oluşturur.

İşletme defterlerine kaydedilmiş olan varlıkların ve borçların, her zaman adil piyasa değerini yansıttığını söylemek mümkün değildir. Bir varlığın; tamamıyla amorti edilip kayıtlardan çıkarıldığı halde belirli bir değere sahip olabileceği durumlar olabileceği gibi, özellikle teknolojik gelişmelerin de etkisi ile kayıtlardaki varlığını sürdürmesine rağmen değerini kaybetmiş olduğu durumlar da olabilir. İşletme defterlerinde yer alan makina, araç ve ekipman için hızlandırılmış amortisman yöntemlerinin kullanılması ile defter değeri doğru değeri yansıtabileceği gibi, enflasyon ve diğer piyasa koşullarına bağlı olarak gerçek değer çok altında kalmış da olabilir. İşletme varlıklarının defter değerinin gerçek değerini yansıtmadığı durumlarda daha gerçekçi değerlere ulaşılabilmesi için bilançonun düzeltilmesi gereklidir.

Defter değeri, diğer değerlendirme yöntemleri kullanılarak elde edilen değerler için bir taban oluşturur. Özellikle mahkemelere intikal etmiş değerlendirme işlemlerinde, belirlenen değer defter değerinden düşük olmaması doğrultusunda bir genel eğilim söz konusudur. Tek başına zayıf bir değer göstergesi olan defter değeri diğer yöntemler ile elde edilen değerlerin karşılaştırılması için bir ölçüt (benchmark) oluşturması ile de önem taşımaktadır. Ayrıca elde edecekleri kazançlar, düzenleyici otoritelerce

³ Ayşe Gül Yılıgör, İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, doktora tezi, Ankara, 1998, s.15,16...24

⁴ Orhan Çelik, a.g.t, s.77

defter değerinin bir fonksiyonu olarak belirlenen, kamu yararı için kullanılacak varlıkların değerinin saptanmasında kullanılır..

II.3.3. Düzeltilmiş Defter Değeri :

Defter değerinin varlıkların gerçek değerlerini yansıtmakta yetersiz kaldığı durumlarda, defter değerinde gerekli düzeltmelerin yapılması esasına dayanır. Bilançoda yer alan çeşitli kalemlerin düzeltilmesi ile yeni bilanço düzenlenir. Bu düzeltmeler işletmenin sahip olduğu maddi olmayan varlıklar (örneğin şerefiyeler), muhasebe metoduna bağlı olarak düşük veya yüksek değerlenmiş stoklar, karşılık hesapları gibi bilanço kalemleri için yapılabildiği gibi, değerleme amacına göre de yapılabilir.

Değerlemenin amacına göre yapılabilecek düzeltmelere çeşitli örnekler verilebilir; vergilendirme için yapılacak değerlemelerde faaliyet dışı varlıklarla, yatırım için bulundurulmuş varlıklar ayrıca değerlendirilir. Bu varlıklar üzerinden elde edilmesi beklenen kazancın, faaliyetlerde kullanılan varlıklardan elde edilmesi beklenen kazançlardan daha düşük olması düzeltmelere esas oluşturur. Yatırım amacı ile bulundurulmuş varlıklar ise piyasa değerleri baz alınarak değerlendirilir. Çalışanları ortak etme planları ve yeniden kapitalize etme yöntemlerinin uygulanmasında, işletmenin piyasada işlem gören hisse senetleri ve tahvilleri piyasa fiyatlarına göre düzeltilmelidir. Arazi, bina ve ekipmanların defter değerinin gerçek değerlerini yansıtamaması durumunda, varlık değerini işleyen teşebbüs değerine dönüştürmek için, amorti edilmiş yenileme maliyeti yaygın bir standart olarak kullanılabilir.

Düzeltilmiş defter değeri yöntemi aşağıdaki işletmelerin değerlendirilmesinde belirleyici yöntem olarak kullanılabilir⁵:

- Göreli olarak yeni işletmeler,
- Kazançları istikrarlı olmayan işletmeler,
- Grevler, yasal düzenlemeler veya ürünlerinin eskimesinden dolayı geleceği hakkında tahmin yapılabildiğinin güç veya spekülasyon olduğu işletmeler.

II.3.4.Yeniden Üretim Maliyeti :

Değerleme gününde, değerlendirme konusu olan varlığın üretilmesi için katlanılan maliyettir. Teknolojik gelişmelere paralel olarak makina ve teçhizatın kapasite, verim ve maliyetindeki hızlı değişimler varlığın tüm nitelikleri ile aynısının maliyetinin ölçüt olarak kullanıldığı yeniden üretim maliyetinin bir değer standardı olarak kullanılmasını sınırlandırmaktadır. Yeniden üretim maliyeti, diğer değer ölçütlerinin geliştirilmesinde bir başlangıç noktası oluşturduğu gibi, hasarlanmış bir varlığın aslına uygun olarak onarılabileceği durumlarda kısmi hasar tutarının belirlenmesinde kullanılabilir.

II.3.5. İkame Maliyeti (Replacement Cost) :

İkame maliyeti, değerlendirme konusu varlık ile karşılaştırılabilir niteliğine sahip, o varlıktan elde edilebilecek yararı sağlayabilecek bir varlığın satın alınması, taşınması ve çalışır hale getirilmesi için yapılan maliyetler toplamıdır. İşletme değerlemesinde ikame maliyetini esas alan yaklaşımlar kullanıldığında, bilançoda yer alan varlıkların yenilenmesi için gerekli maliyete eşit olan ve süreklilik gösteren bir değere ulaşılır.

İkame maliyetinin bir değerlendirme aracı olarak kullanılması, bilançoda yer alan varlıkların değerlerini işleyen teşebbüs temelinde düzeltmek için en iyi araçtır ve tarihi maliyetlerin enflasyon tarafından çarpıtıldığı durumları önlemekte kullanılabilir. Ancak yöntemin kullanılması belirli sakıncaları da taşır. Sadece maddi varlıkların yenilenebilir olması, örgütsel sermayesinin ihmal edilmesine ve işletme değerinin oldukça düşük belirlenmesine yol açar. Belirli bir endüstride kullanılan, özel nitelikler taşıyan varlıkların yenileme maliyetleri çok yüksek olduğundan, tüm işletme varlıklarının yenilenmeleri temeline dayanan bu yöntemle elde edilecek değer her zaman objektif sonuçlar vermeyebilir. Teknolojik gelişmelere bağlı olarak, işletme varlıkları arasında yer alan makina ve teçhizatın fonksiyonlarının artırılıp, maliyetlerinin düşürülebileceği koşullar, yenilenme maliyeti yöntemi ile elde edilen değer kullanım alanını sınırlandırmaktadır. İkame maliyeti

⁵ Ayşe Gül Yılğör, a.g.t, s.18

diğer değer standartlarının geliştirilmesinde bir başlangıç noktası oluşturmakta ve sigortacılıkta hasarın, varlığın bütünselliğine uygun olarak düzeltilebileceği durumlarda kısmi hasarın belirlenmesinde kullanılabilir.

II.3.6. Adil Piyasa Değeri :

Adil piyasa değeri, satınalmaya ve satışı yapmaya istekli alıcı ve satıcılar arasında, her ikisinin de ilgili gerçekler hakkında tam bilgiye sahip olduğu, her ikisinin de alışveriş için zorlanmadığı koşullarda, varlık, nakit veya nakit benzeri cinsinden oluşan fiyattır. Değerlemede yaygın olarak kabul gören bu değer standartının tanımını unsurlarına ayırarak inceleyerek; varlıkların değişimi, satınalmaya ve satışa istekli alıcı ve satıcılar arasında "piyasa değeri", "nakit değer" ve "adil piyasa değeri" kavramları genellikle eş anlamlı olarak kullanılabilmektedir. Piyasa değeri özellikle gayrimenkul değerlemesi yapan değerlemeciler tarafından, adil piyasa değeri kavramı yerine kullanılmaktadır. Piyasa değeri, adil bir satışın gerçekleştirilebilmesi için gerekli tüm koşullar altında, açık ve rekabetçi bir piyasada, bir varlığın alınabileceği en olası fiyat olarak tanımlanır. Piyasa fiyatının oluşumunda, alıcı ve satıcının sağduyulu ve bilgi sahibi olarak hareket ettiği, fiyatın yasal olmayan müdahalelerle etkilenmediği kabul edilir.

II.3.7. Yatırım Değeri :

Yatırım değeri, gerçek değer ve temel değer kavramları önceleri birbiri yerine kullanılırken, son yıllarda yatırım değeri kavramı, gerçek değerden ve temel değerden ayrılarak incelenmektedir. Yatırım değeri, belirli bir yatırımcı için, kişisel yatırım nedenlerine dayanan değer olarak tanımlanabilir.

Yatırım değeri herhangi bir mal veya hizmete bireysel yatırımcının attığı değerdir yani her bir yatırımcı için değişebilecek bir değerdir. Yatırımcı bu değeri belirlerken, bireysel yatırım tercihlerinden ve ihtiyaçlarından hareket eder. Bu nitelikler ile yatırım değeri, kişisel tercihlere ve ihtiyaçlara bağlı olmaksızın piyasada oluşan alım-satım değerinden farklılaşır. Piyasa değeri, yatırım değerine bağlı olmaksızın

zın oluşmasına rağmen, bireysel yatırımcının tercihlerinin ve kararlarının oluşumunda piyasa değer tahminleri yol gösterici olur.

Yatırımcıların, değerlendirme konusu olan varlık veya işletmeden elde edilecek kazanç beklentilerinin; risk karşısındaki tutumları, kişisel bilgi düzeyleri, algılamaları ve motivasyonları ile ilgili olması ve yeni yatırımın her bir yatırımcının; vergi yükümlülükleri, mevcut faaliyetlerine yapacağı sinerji etkisinin farklı olabileceğinden yatırım değeri yatırımcılar arasında farklı olabileceği gibi, belirli bir yatırımcı için yatırım değeri adil piyasa değerinden de farklı olabilir.

II.3.8. Gerçek veya Temel Değer (Intrinsic or Fundamental Value):

Gerçek değer, hisse senedi değerlemesi için geliştirilmiş bir kavram olmakla birlikte, tüm varlıkların değerlemesinde kullanılabilir. Gerçek değer, yatırımın kendine has özellikleri ve nitelikleri gözönünde bulundurularak analitik bir yargı ile ifade edilen değerdir. Bir başka ifade ile varlığın gerçek değeri, varlık "doğru" ve "gerçek" bir şekilde değerlendirildiğinde oluşan değerdir ve varlığın bu "doğru" değeri, gelir sürecinin (beklenen gelirin) kapitalizasyonuna dayanır. Değerleme konusu olan varlık hisse senedi ise gerçek değer, o hisse senedinin; varlıkları, karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı, beklenen büyüme oranı, yöneticilerin nitelikleri ve diğer faktörlerin analizi ile belirlenen değerdir. Yatırımın gerçek veya temel değerini belirleyen faktörlerin yatırımcılar tarafından değiştirilmesi mümkün olmamakla birlikte bu faktörlerin nasıl yorumlanacağı bir analistten diğerine değişebilir. Bu hali ile gerçek değer de bir öznellik boyutu taşımaktadır ve bir varlığın değerlemeyi yapan kişiye/kişilere bağlı olarak birden fazla gerçek değeri olabilir.

II.3.9. İşleyen Teşebbüs Değeri (Going Concern Value) :

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin çalışma durumunda, bir bütün olarak maddi varlıklarının ötesinde sahip olduğu değerdir. Şirketi devralmak isteyen kişi için ifade ettiği değer olarak da tanımlanabilir⁶.

⁶ Orhan Çelik, a.g.t, s.79

Bu değer, işletmenin, varlıklarının ve stoklarının kullanılmaya hazır hale getirildiği, işgücünün oluşturulduğu, faaliyetin kesintiye uğraması için herhangi bir nedenin olmadığı bir durumda, bir bütün olarak devredilmesi halinde bulunacak değer olarak da tanımlanabilir. Pek çok durumda da faaliyet halindeki bir işletmenin toplam değeri olarak, varlıkların değeri ile şerefiyenin toplamı şeklinde ifade edilebilir.

İşletmenin gerçek değeri ile defter değeri ve tasfiye değeri arasındaki fark çoğunlukla işleyen teşebbüs değerinin varlığı ile açıklanabilir. İşleyen teşebbüs değeri aşağıda belirtilen üç temel unsur ile ilişkilendirilebilir;

a) Fazla Kazanç Gücü: İşletme, varlıklarından gerekli kazanç oranının üzerinde bir kazanç elde etme yeteneğine sahip ise, işletmenin değeri, defter değerinden fazla olacaktır.

b) Maddi Olmayan Varlıklar: İşletmelerin bilançolarında görülmeyen bu varlıklar, sahip olunmaları veya kullanılmaları dolayısı ile bir değere sahiptirler.

c) Gelecek Yatırımların Değeri: Yatırımcılar varlığın gelecekte karlı yatırımlar yapma fırsatları elde edeceğini düşünüyorlarsa, bugünkü değerinden daha fazlasını ödemeye razı olacaklardır.

İşleyen teşebbüs değeri yukarıda belirtildiği gibi bir değer standartı oluşturmaktadır, ancak bunun ötesinde, değerlemenin gerçekleştirileceği koşulları tanımlamakta ve diğer değer standartları için de bir çerçeve oluşturmaktadır. Bu nedenle işleyen teşebbüs değeri, işletmenin faaliyetlerine devam ettiği koşullarda değerlendirilmesi durumunda elde edilecek değeri ifade ettiğinden, „daha önce belirtilen değer standartları da bu tanımlamaya uygun olarak ele alınarak, faaliyet temelinde adil piyasa değeri, faaliyet temelinde yatırım değeri vb. olarak ifade edilebilir.

II.3.10. Tasfiye Değeri :

Tasfiye değeri, işletmenin faaliyetlerine son verdiği gün, varlıklarının satılması durumunda, elde edilen satış hasılatından, bütün yükümlülüklerin ve tasfiye giderlerinin (komisyonlar, tasfiye tamamlanana kadar işletmeyi canlı tutmak için gereken yönetim giderleri, yasal maliyetler ve muhasebe mali-

yetlerinin) çıkarılmasından sonra kalan toplam tutarı ifade etmektedir. Tasfiye değeri; değerlemenin iflas gibi nedenlerle yapıldığı durumlarda veya bu yöntemle elde edilen değer piyasa değerinin geçerli bir göstergesini oluşturduğu inandırıcı bulunduğu önemsenmektedir. İşletmenin tasfiyeye gittiği koşullar elde edilecek tasfiye değeri üzerinde etkili olmaktadır. Eğer işletme tasfiye için makul bir zamana sahipse, yani düzenli (orderly) tasfiye gerçekleşiyorsa, varlıkların her biri için en iyi fiyatın elde edilmesi olasılığı yüksektir. Ancak, tasfiyenin mümkün olduğu kadar kısa bir süre içinde gerçekleştirilmesi için zorlayıcı koşullar varsa, yani mecburi tasfiye yaşıyorsa, varlıkların zararına satılması bile göze alınabilmektedir.

Değerleme konusu varlığın aktif bir ikincil piyasasının olması halinde tasfiye değeri, ikincil piyasa değerine eşittir. Ancak işletme varlıklarının işlem göreceği aktif bir ikincil piyasanın bulunmadığı ve varlıkların tek tek değerlendirilmek üzere işletmenin bütünlüğünden ayrılamaması durumlarında, tasfiye değerinin hesaplanmasında güçlükler ortaya çıkar. Pek çok durumda aktif bir ikincil piyasa olmadığından değerlemeci, varlığın satılabileceği varsayımsal bir fiyat tahmini yapmalıdır. Tasfiye değeri de işleyen teşebbüs değeri gibi işletmenin piyasa değerinin araştırılmasında kullanılır ve piyasa değeri için bir alt sınır oluşturur. Tasfiye değeri çoğu kez işleyen teşebbüs değerinden farklıdır. Büyüyen, karlı endüstrilerde tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden düşük olabilir. Gerileme dönemindeki işletmeler için ise tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerini aşabilir.

İşletme değerinin tasfiye temelinde hesaplanmasında, tahmin edilen net hasılatın, bu hasılatın elde edilmesinin beklendiği zamandan, varolan riskliliği yansıtacak bir oran üzerinden, değerlendirilmesine iskonto edilmesi gerekir. Bu nedenle, işletmenin bir bütün olarak tasfiye değeri, varolan varlıkların tasfiye gelirlerinden daha az olabilir. Yenileme maliyeti gibi tasfiye değerinin de kurumsal sermayeyi ihmal etmesi, bir dezavantaj oluşturmaktadır. Tasfiye değerinin bir değer standartı olarak kullanıldığı yaklaşımlar, özellikle doğal kaynakların değerlendirilmesi için uygundur.

II.4. Değerlemecinin Özellikleri, Görevleri ve Sorumlulukları⁷

Değerlemeci; değerlendirme yapılmasına sebep olan probleme ve ihtiyaca dayanan uygun göstergelerin sentezini yaparak, değere esas oluşturan düşüncenin sahibi olduğu için değerlendirme konusu varlık veya işletme, bu işletmenin yer aldığı endüstri, genel ekonomik koşullar ve diğer dış çevre faktörleri hakkında bilgi sahibi olmalı ve elde ettiği bu bilgileri analiz edip, yorumlayabilmek için muhasebe, finansman, ekonomi, vergilendirme ve yasal düzenlemelerle ilgili eğitim görmüş olmalıdır. Değerlemeci bunların dışında, değerlendirme prensipleri ve teknikleri konusunda da uzmanlaşmış olmalıdır.

Değerlemeci eğitiminin yanısıra genel bir değerlendirme tecrübesine ve yapılmakta olan değerlendirme işleminin gerektirdiği özel bilgi ve tecrübeye sahip olmalıdır. Değerleme işlemini; değerlemecinin, değerlemeyi talep edenlerin veya değerlendirme konusu varlık veya işletmenin sahibi olan tarafların eğilimlerinden korumak, değerlendirme raporlarını önceden belirlenmiş amaçlara ve kararlara dayanak oluşturacak belgeler olmaktan kurtarması (değerin yüksek veya düşük belirlenmesi kararının gerçek değerlemeden önce alınması) yapılmakta olan değerlemenin objektifliğini artıracaktır. Bu nedenle değerlendirme tanımlanmış ilkelere, genel kabul görmüş yaklaşım ve tekniklere dayanarak gerçekleştirilmelidir.

Değerlemecinin görev ve sorumluluklarının başlıcaları aşağıdaki şekilde belirtilebilir;

- Değerlemeci, çeşitli değer türleri ve yöntemleri arasından değerlendirme konusu ve değerlendirme hedeflerine uygun olanı belirlemeli ve tanımlamalıdır.
- Çok büyük bir titizlikle gerçekleştireceği çalışmalarının sonucunda, uygun ve uygulanabilir sayısal sonuçlar çıkarmalıdır.
- Değerleme işlemi sırasında sahip olacağı bilgilerin gizliliğine özen göstermelidir, yasal bir zorunluluk veya değerlemeyi yaptıran kişinin/kurumun izni olmadıkça yaptığı değerlemenin sonucunu açıklamamalıdır.

- Aynı konuda faaliyet gösteren, aynı varlıkla veya aynı yasal dava ile ilgili müşterilere, onayları olmaksızın hizmet vermemelidir.

- Değerleme konusu hakkında yeterli birikime sahip değilse, zamanını ve kaynaklarının tamamını sözkonusu sözleşmeye tahsis edemeyecekse değerlendirme işlemini kabul etmemelidir.

- Değerleme raporundaki varsayımları açıklıkla belirtmelidir.

- Değerleme ücreti, gerçekleştirilecek işlem sonucunda belirtilecek değere bağlı olarak saptanmalıdır.

II.5. İşletme Değerlemesinin Sorunları ve Sınırları⁸

İşletmelerin değerlerinin belirlenmesini gerektiren işlemlerin her geçen gün artması daha fazla işletmenin değerinin belirlenmesini gerektirmektedir. Değerleme amaçlarının, değerlendirme konusu işletmelerin, bu işletmelerin faaliyetlerini sürdürdüğü sermaye piyasalarının gelişme düzeylerinin farklılığı, tüm değerlendirme işlemleri için geçerli tek bir yöntemin belirlenmesini olanaksız kılmaktadır. Genel kabul görmüş değerlendirme yaklaşımlarının değerlendirme konusu için en uygun olanının seçilmesi değerlendirme uzmanının inisiyatifine bırakılmaktadır. Bu durum, değerlendirme işlemini önceden belirlenmiş bir sonuca ulaşabilmenin aracı haline getirebilmekte, aynı işletme için birbirinden çok farklı değerlerin elde edilebilmesine yol açmakta ve değerlendirme işleminin objektifliğini tartışılabilir kılmaktadır.

Değerleme amaçları, değerlendirme konusu işletmeler ve değerlemenin yapıldığı zamanın farklılaşması da işlemi karmaşık hale getirmektedir. Genel ekonomik durum, para ve sermaye piyasaları, vergi kanunları, faiz oranları gibi faktörlerde ortaya çıkabilecek değişiklikler işletmelerin değerini önemli ölçüde etkilemekte ve değiştirmektedir.

Ülkedeki genel ekonomik koşulların istikrarsızlığından etkilenen sektörlerde yeralan işletmelerin değerinin tespit edilmesi, geleceğe yönelik kestirimlerin

⁷ Ayşe Gül Yılğör, a.g.t, s.24,25

⁸ Ayşe Gül Yılğör, a.g.t, s.25,26

sapma olasılığını ve elde edilmesi beklenen değer belirlenmesindeki hata payını artırmaktadır. Ayrıca, sermaye piyasalarının yeterince gelişmediği ülkelerde değerlendirme konusu işletme ile karşılaştırılabilecek nitelikte benzer işletmelerin bulunamaması da işletme değerlemesinde güçlükler yol açmaktadır.

II.6. Değerleme Yaklaşımları ve Şirket

Değerleme Yöntemleri

Değerleme yöntemleri çeşitli yaklaşımlara dayanmaktadır. Bu yaklaşımlar, maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımlarıdır. Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemler bu yaklaşımların biri veya birkaçının birleşiminden oluşmaktadır. Bu yaklaşımlar birbirinden farklı olmayıp birbirini tamamlamaktadır⁹.

Maliyet yaklaşımında, değeri belirlenecek varlığın yenileme değeri ya da yeniden yapma değerinin belirlenmesinden sonra varlığın fiziki, ekonomik ve fonksiyonel olarak kaybettiği değeri ölçülmektedir. Bu yaklaşım, şirketin gelecek yıllardaki karları yerine şirketin varlıklarının maliyet değeri ve piyasa değeri ile ilgilenen yatırımcılar için önemli olmaktadır. Ayrıca, bu yaklaşımın dökümhane, çelik fabrikası, nükleer reaktör, elektrik tesisleri gibi yüksek derecede uzmanlık gerektiren alanlar için uygun bir değerlendirme yaklaşımı olduğu kabul edilmektedir.

Gelir yaklaşımında, değerlemeye konu varlığın gelir sağlama kapasitesi dikkate alınmaktadır. Varlıklar, gelir elde ettikleri sürece bir değer ifade edecekleri için, şirketin gelecekte elde edeceği nakit girişlerinin önemli bir faktör olduğu ve şirketin değerini bu potansiyel nakit girişlerinin oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir. Şirketin varlık değerinden çok gelir getiren faaliyetleriyle ilgilenen yatırımcılar için bu yaklaşım önemli olmaktadır. Bu yaklaşım, sözleşmeler, lisans ve marka anlaşmaları, patent, ticari marka ve telif hakları ile imtiyazların değerlendirilmesi için uygun bir yaklaşım olarak kabul edilmektedir.

Piyasa yaklaşımı için işleyen bir piyasanın ve

varlıkların değişiminin yapılabilmesi gereklidir. Değerlemeye tabi tutulacak varlığın benzerlerinin piyasa fiyatı varsa, piyasa yaklaşımı değerlemede iyi bir gösterge olacaktır. Bu yaklaşımın gayrimenkul, genel amaçlı kullanılan makine ve teçhizat, bilgisayar donanımları ve taşıtların değerlendirilmesi için uygun bir yaklaşım olduğu kabul edilmektedir.

Şirket değerlemede kullanılan yöntemleri üç grup altında toplamak olanaklıdır. Bunlar; bilanço yöntemi, karşılaştırmalı satış yöntemi ve nakit akımı yöntemidir. Bu üç yöntemin sonuçlarını birleştirmek ve en uygun olanlarına daha fazla ağırlık vermek gerekmektedir.

Yukarıda bahsedilen yöntemler yanında, ticari karlılık analizi amacı ile değerlendirme yöntemlerini üç ana grupta incelemek olanaklıdır. Bunlar indirgenmiş nakit akımına, kazanca dayalı ve varlığa dayalı değerlendirme yöntemleridir. İndirgenmiş nakit akımına dayalı şirket değerlendirme yönteminde şirketin değeri, şirketin gelecekteki nakit akımları ile sermayenin alternatif maliyeti gözönünde bulundurularak hesaplanır. Kazanca dayalı değerlendirme yönteminde, şirketin faaliyetine devam edeceği ve gelecek yıllarda pozitif nakit akımı sağlayacağı dikkate alınarak şirket değeri hesaplanır. Bu yaklaşımda kullanılan yöntemler, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, temettü verimi oranı ile karşılaştırmalı şirket değerlemesidir. Varlığa dayalı değerlendirme yöntemi, faaliyet değeri düşük veya olmayan, ancak varlık değeri olan şirketler için uygun bir yöntemdir. Bu kapsamda kullanılan yöntemler net aktif değeri ve tasfiye değeridir.

II.6.1. Bilanço Yöntemi¹⁰

Bilanço yöntemleri kapsamında, defter değeri ile piyasa değeri cinsinden maddi net değer ele alınabilir.

II.6.1.1. Defter Değeri

Bir şirketin değerini hesaplamada kullanılan en basit ve en kolay yöntemdir. Defter değeri, muhasebe kayıtlarına göre şirketin toplam varlıkları ile

⁹ Mustafa Gözen, İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, doktora tezi, Ankara, 2001, s.44

¹⁰ Mustafa Gözen, a.g.t, s.47

toplam yükümlülükleri arasındaki farktır. Defter kayıtlarında önemli ölçüde maddi olmayan duran varlığı olan şirketlerde, varlıklar toplamından bu tür varlıklar çıkarılmalıdır. Bu tür bir düzenleme, maddi varlıklar, defter değeri veya maddi varlıkların net değeri ayırımının yapılmasını gerektirmektedir.

Defter değerinin belli başlı eksiklikleri şu şekilde açıklanabilir. Bu yöntem, bazı varlıkların ekonomik değerini doğru yansıtmamaktadır. Bu güvensizlik geleneksel muhasebe yöntemlerinin güncel ekonomik değerlerden ziyade tarihi değerler bazında olmasından kaynaklanmaktadır. Bu eksikliklerine rağmen defter değeri gerçekçi bir değer tespitinde başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Defter değeri diğer yöntemlerle bulunan değerler ile karşılaştırma yapmak için referans bir değerdir.

Defter değeri tek başına bir şirketin değerinin hesaplanmasında yararlı olmamaktadır. Ayrıca, defter değeri şirketin sermayesi üzerinden ne kadar kar elde edildiğini yansıtmamaktadır. Defter değeri, şirketin karlılığını ve yeni yatırım fırsatlarını dikkate almadığından uygun bir değerlendirme yöntemi değildir.

II.6.1.2. Piyasa Değeri Cinsinden Maddi

Varlıkların Değeri

Bilançoda varlıkların ve yükümlülüklerin ekonomik değerinin doğru yansıtılması için bazı düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Revize bilançoya göre bulunacak değer, defter değerinden fazla veya az olabilir. Maddi olmayan varlıkların çıkarılmasına ilaveten değeri azaltacak diğer unsurlar şunlardır; toplanamayan alacaklar, stok, kayıtlı edilmemiş borçlar ve yükümlülüklerdir. Diğer taraftan, defter değerine göre değeri arttıran bilanço kalemleri stoklar ile sabit varlıklardır.

Bu yöntemin en önemli avantajı varlıkların daha doğru ekonomik değerlerini yansıtmasıdır. Ancak, bu yöntemde de defter değerinde olduğu gibi şirketin varlıkları üzerinden makul ölçüde ekonomik bir gelir elde edilme yeteneği dikkate alınmamaktadır.

Şirket değerlemesinde bilanço yöntemlerinin kullanılması birçok olumsuzluğu beraberinde getir-

mektedir. Yatırımcılar uzun zaman borç/öz sermaye oranını şirket borçlanma kapasitesinin tespitinde ana unsur olarak dikkate almışlardır. Yakın zamana kadar bilanço, bir şirketin değerini hesaplamada uygun bir referans olarak kullanılmıştır. Artık şirket değerlemesinde bilanço yöntemleri nadiren dikkate alınmaktadır. Dünya ekonomisinde üretim sektöründen hizmet sektörüne geçiş hızlandıkça şirket değeri artan oranda şirket çalışanlarında yoğunlaşmaktadır. Örneğin, Microsoft, IBM, Disney World ve Marks & Spencer gibi firmalar başarılarını entelektüel mülkiyetlerine, kamuoyundaki imajlarına borçludurlar. Ancak, bu tür varlıklar bilançoda yer almamaktadır. Reel sektörde enflasyon ve amortisman uygulamaları bilançoları değerlemede yanıltıcı birer unsur haline getirmektedir. Bilançoya dayalı değerlendirme yöntemlerinin en önemli yetersizliği varlıklardan gelir elde etme gücünü dikkate almamalarıdır.

II.6.2. Temettüye Dayalı Değerleme Yöntemi

Bu yöntemin dayanağını kar dağıtımının şirketin hisse senetleri değeri üzerinde etkili olduğu ve hisse senedinin bugünkü değerinin, beklenen temettülerin bugünkü değerine eşit olması oluşturmaktadır. Hisse senetlerine temettü elde etme, sermaye kazancı elde etme ve bedelsiz sermaye artırımlarından faydalanma amacıyla yatırım yapılır. Türkiye’de sermaye piyasalarında işlem gören şirketler için yapılan bir araştırmaya göre, dağıtılan temettülerin hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu gözlenmiştir. Temettüye dayalı hisse senedi değeri şu şekilde formüle edilebilir¹¹.

$$\text{Hisse senedi değeri} = \text{Div}_1 / (1+r)^1 + \text{Div}_2 / (1+r)^2 + \dots + \text{Div}_t / (1+r)^t \quad (1)$$

Temettülerin (Div), g oranında artacağı varsayımıyla;

$$P = \text{Div} / r - g \quad \text{olur.} \quad (2)$$

Finans yazınında, temettüye dayalı olarak hisse senedi değerinin hesaplanmasına yönelik fazla sayıda çalışma yer almaktadır. Genel olarak, bu çalışmalarda (1) ve (2) no’lu formüller ile ifade edilen

¹¹ Mustafa Gözen, a.g.t, s.50

hesaplamalar baz alınarak, şirket ömrü süresince farklı dönemlerde farklı temettü artış oranları alınmış ve analiz edilmiştir.

Bu yöntem, sadece temettüyü dikkate alıp şirket bünyesinde bırakılan kar paylarını ve hisse senedi satış kazançlarını dikkate almaması, gelecek yıllarda dağıtılacak temettüleri tahmin etmenin zorluğu, temettü ödeme oranının bazı şirketler için düzenli olmaması ve temettüdeki artış oranının (g), indirgeme oranına (r) eşit olması durumunda şirket değerinin sonsuz çıkması nedenleri ile eleştirilmektedir.

II.6.3. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Bu yöntemin esasını şirket değerinin kazancı ile ilişkilendirilmesi oluşturmaktadır. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, şirketin bir birim hisse senedi başına düşen net karına karşılık yatırımcının ödemeyi kabul ettiği tutarı gösteren bir orandır.

Bu yöntemde, hisse senedi başına net kar piyasada gerçekleşmiş olan fiyat/kazanç oranıyla çarpılarak, hisse senedinin olması gereken değeri bulunur. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin kendi fiyat/kazanç oranı ve/veya benzer şirketlerin fiyat/kazanç oranlarının ortalaması ile şirketin hisseleri başına düşen net kar çarpılarak şirket değeri hesaplanır.

Fiyat/Kazanç oranı yönteminde şirket toplam değeri (Vt) aşağıda verilen formüle göre hesaplanır.

$$V_t = (F / K) * N_i \quad (3)$$

(3) no'lu formülde, F/K yerine $F/K = \{1 - (g/r_{re})\} / r - g$ ifadesi kullanılırsa,

$$V = [\{1 - (g/r_{re})\} / r - g] * N_i \text{ elde edilir.} \quad (4)$$

(3) ve (4) no'lu formüllerde, N_i şirket net dönem karına, (4) no'lu formülde r_{re} yeni yatırımların karlılığına karşılık gelmektedir.

Etkin sermaye piyasası varsayımı altında, piyasa değerinin şirketin gerçek değerini yansıttığı için bu yöntemle göre hesaplanan değerin daha gerçekçi olduğu savunulmaktadır.

F/K oranı yöntemi ile şirket değerlemesinde, aynı sektörde faaliyet gösteren ve benzer şirketlerin F/K oranları ortalaması, genel piyasa F/K oranı ortalama

ması veya yurt dışındaki benzer şirketlerin F/K oranı ortalaması alınabilir.

Bu yöntem, halka açık olmayan şirketlere de uygulanabilir. Buna göre, şirketin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanılarak şirketin hisselerinin değeri hesaplanabilir.

F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, hesaplamalarda net dönem karının gösterge olarak alınmasıdır. Ancak, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net dönem karına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri fazla olan şirketlerin F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Ayrıca, bu yöntem şirketin beklenen karlılığı hakkında herhangi bir şey ifade etmemektedir. Bu yöntemin bir diğer sakıncası, F/K oranı sabit olarak ele alınmakta ve zaman içinde değişmesi dikkate alınmamaktadır. Başka bir ifadeyle, zaman ve risk boyutları bu yöntem ile değerlemede göz ardı edilmektedir.

II.6.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına öz kaynaklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, şirketlerin PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan şirketler için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek şirket değeri tespit edilmektedir. Bu yöntem ile şirket değerinin hesaplanması için PD/DD oranının, şirket hisseleri başına düşen defter değeri ile çarpılması gerekir. Bir şirketin PD/DD oranının, o sektörde faaliyette bulunan diğer şirketlere kıyasla yüksek olması, o şirketin hisse senetlerinin fiyatının şişkinliğinin bir göstergesi olmaktadır. Bu yöntem kullanılırken, şirketlerin varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Her şirketin kendine özgü özelliklerinin olması ve varlıklarını aynı verimlilikte kullanamaması, bu yöntemin zayıf tarafını oluşturmaktadır.

PD/DD oranı yöntemi, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde net kara dayalı değerlemeden kaçınmayı sağlaması açısından avantajlı görülmektedir.

II.6.5. Fiyat / Nakit Akımı Oranı Yöntemi

Bu oran esas itibarıyla F/K oranına dayalı değerlemeye benzetilmektedir. Ancak, bu yöntemde şirket değeri kazanç yerine şirketin nakit akımı ile ilişkilendirilmiştir. Bu şekilde fiyat/nakit akımı oranı kullanılarak benzer şirketlerin değeri hesaplanmaktadır. Bu yöntemde, benzer şirketlerin hisse senedi fiyatı ile nakit akımları oranı hesaplanarak, değerlemeye konu şirketin nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu şirket değeri bulunur.

II.6.6. Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi

Bir şirketin hisse senetlerinin borsaya kote olması durumunda, o şirketin hisse senetlerinin sayısı ile hisse senedinin piyasa cari fiyatının çarpımı, o şirketin cari tarihteki piyasa kapitalizasyon değerine karşılık gelmektedir. Şirketin hisse senetleri borsaya kote edilmemiş ve hisse senetlerinin arz yolu ile piyasada şirketin hisse senetlerinin fiyatının oluşması mümkün değilse, bu durumda, şirketin yıllık kazançları, sermaye maliyeti olarak kabul edilecek faaliyette bulunulan sektörün genel karlılık oranına bölünerek şirket değeri bulunur. Örneğin; yıllık kazancı 80 milyon ABD Doları olan bir şirketin %25 sermaye maliyetine göre piyasa kapitalizasyon değeri, $(80 \times 1/0.25)$ 320 milyon ABD \$'ı olarak bulunur. Hesaplamalarda kullanılan 0.25 oranı piyasa kapitalizasyon oranına (i_0) karşılık gelmektedir.

II.6.7. Karşılaştırmalı Satış Yöntemi¹²

Bu yöntemin esası, değerlemeye konu şirketin değerlemesinde aynı sektörde faaliyette bulunan bir şirketin değerinin referans alınmasıdır. Bu yöntemin işlerlik kazanabilmesi için aynı sektörde faaliyette bulunan referans alınabilecek şirketlerin bulunması gerekmektedir.

II.6.8. Nakit Akımı Yöntemi

Nakit akımı yöntemi en yaygın kullanılan değerleme yöntemidir. Bu yöntem nakit akımının tahmin edilebildiği şirketlerin değerlemesinde uygun olmasına rağmen, büyük ölçüde büyüme fırsatı veya maddi olmayan duran varlıkları olan şirketlerin değerlemesinde yetersiz kalmaktadır.

Nakit akımı yöntemi fiyat değişimleri gibi şirketleri etkileyen dışsal faktörlere karşı yönetimin getirdiği esnekliğin değerini hesaplamada yetersiz kalmaktadır. Bu eksikliğin giderilmesi için opsiyon kav-

ramına dayalı opsiyon fiyatlandırma yöntemi önerilmektedir. Bu yöntem nakit akımı yönteminin eksikliklerini gideren bir yöntem olarak da bakılmaktadır. Nakit akımı yöntemi hedging ve forward satış yapma olanaklarını dikkate almamakta, ayrıca tesis etkinliğindeki iyileşmeleri tahmin edememektedir. Bu yönleri ile yöntem eleştirilmektedir.

III. SONUÇ:

2000'li yılların küreselleşen dünyasında, yatırımcılar sermayelerini en fazla getiriye sağlayacak şekilde bir yerden başka bir yere transfer edebilmekte ve şirketlerde, mal ve hizmetlerde olduğu gibi, fiyatı karşılığı ticarete konu olmaktadır. Bu tür gelişmeler şirketlerdeki hisse senetlerinin çeşitli nedenlerle elden çıkarılmasına, şirketin tamamının veya belli bir bölümünün satılmasına, şirketlerin başka şirketlerle birleşmesine, başka şirketler tarafından satın alınmasına veya şirketlerin birden fazla şirketlere bölünmesine neden olmaktadır.

Diğer taraftan, finansal piyasaların gelişmesi ile şirketler daha likit hale gelmekte ve şirket sahipliği veya şirketin varlıkları çok sık el değiştirebilmektedir. Bu eğilimin, önümüzdeki yıllarda da artarak devam etmesinin ekonomik açıdan yararlı olacağı düşünülmektedir. Böylece, şirketlerin rasyonel yatırımcıların yönetim ve kontrolünde olması sağlanacak ve ekonomide kıt kaynakların etkin kullanılmasına ulaşılabilir.

Tüm bu hususlar işletmelerde şirket değerleme kavramının önemini ortaya koymaktadır ancak şirket değerlemesi için geçerli tek bir formül veya yöntem yoktur. Değerlemede kullanılacak en iyi yöntemin belirlenmesi, değerlemesi yapılacak şirketin içinde bulunduğu şartlar ile değerlemenin amacına bağlıdır. Şirket değerlemesi yöntemlerinden birinin seçimi eldeki mevcut veriler ve şirketin türüne bağlıdır. Bu yöntemlerin sonucu elde edilen değerler kullanılarak şirket için bir değer aralığına ulaşılabılır. Her şirket için uygun ve geçerli olacak bir değer hesaplama tekniği geliştirmek olanaklı değildir. Özellikle, her ülkede uygulanan vergi oranı, amortisman mevzuatı farklı olduğundan böyle bir tekniğin geliştirilmesi zor olacaktır.

¹² Mustafa Gözen, a.g.t., s.55