

**T.C.**  
**İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**MUHASEBE VE DENETİM**  
**YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**TFRS UYGULAYAN İŞLETMELERDE ŞİRKET**  
**DEĞERLEMESİ VE BİR UYGULAMA**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Ümmühan ERDEM / 1350Y74125**

**İstanbul, 2015**

**T.C.**  
**İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**MUHASEBE VE DENETİM**  
**YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**TFRS UYGULAYAN İŞLETMELERDE ŞİRKET**  
**DEĞERLEMESİ VE BİR UYGULAMA**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Ümmühan ERDEM / 1350Y74125**

**Danışman**

**Yrd. Doç. Dr. Masum TÜRKER**

**İstanbul, 2015**

**T.C.**  
**İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

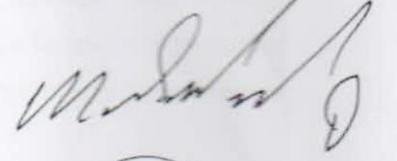
**ONAY SAYFASI**

Yüksek lisans öğrencisi ÜMMÜHAN ERDEM in “TFRS Uygulayan İşletmelerde Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama” konulu tez çalışması jürimiz tarafından Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans tezi olarak (oybirliği  / oyçokluğu  ) ile başarılı bulunmuştur.

**Adı – Soyadı**

**İmza**

**Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Masum TÜRKER**



**Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. İpek TÜRKER**



**Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Ali Altuğ BİÇER**



Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İTİCÜ Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamiyle uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesinin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

## ÖZ

Günümüzde artık şirketlerin asıl amacının hisse değeri maksimizasyonu olduğu düşünüldüğünde değerlendirme süreci daha da önemli hale gelmektedir. Bunun yanında şirket yöneticileri için başarılı finans politikalarının belirlenmesinde de şirketin gerçek değeri büyük önem arz etmektedir. Şirket değerinin belirlenmesi önceden beri tartışılan önemli bir konu olmuş ve değer hesaplanmasında kullanılan farklı yöntem ve teknikler geliştirilmiştir. Değerlemede kullanılan muhasebe bilgileri, tüm bilgi kullanıcılarının karar alma noktasında faydalanabilecekleri temel kriterlerden biridir. Bu bilgiler şirketle ilgili geçmiş ve cari döneme ilişkin değerlendirme imkânları sunarken, geleceğe ilişkin de planlama ve öngörü olanağı sağlar. Bu yüzden finansal tablolarda yer alan bilgilerin, doğru, güvenilir, anlamlı, karşılaştırma yapmaya elverişli ve zamanlı olması gerekmektedir.

UFRS (TFRS)'lerin kullanımı ile işletmelerin finansal tabloları, finansal bilgi kullanıcılarına daha doğru bilgiler sunmaktadır. Şirket değerlemelerinde kullanılan defter değerlerinde düzeltme ihtiyacı TFRS'lerin uygulanmaya başlamasıyla azalmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, piyasada kullanılan şirket değerlendirme yöntemlerini açıklamak, UFRS (TFRS)'deki varlık ve kaynaklara ilişkin ölçülerinin muhasebe kayıtlarına etkilerini incelemek ve bu şekilde düzenlenen bir bilançonun şirketin gerçek değerini ortaya koyması açısından önemini araştırmak ve değerlendirme sürecine etkilerini saptamaktır.

## **ABSTRACT**

Nowadays, the valuation process has become much more important . considering shareholding maximization is the main purpose of the companies. Moreover, the companies' real values pose great importance for executives to determine the successful financing policy. Determining the value of a company always has been an important discussion topic as well as different methods and techniques have been developed to calculate the value.

The accounting information that is used in the valuation is one of the main criteria which all information users can benefit during “decision-making” positions. On one hand these informations provide opportunity to evaluate the company's history and current period valuation, on the other hand it gives opportunities for future planning and forecasting. Therefore, the informations in the financial statements must be accurate, reliable, meaningful and convenient to make a comparison.

Through the usage of IFRS (TFRS), financial statements of the companies provide more accurate information to financial information users. With the start of using TFRS, registration requirements which are used in the companies valuation adjustments has decreased.

The aim of this study is to describe the evaluation methods of companies that are used in the market, to examine the effects of possessions and resources in TFRS on accounting records, to research the importance of arranged balance sheets (or financial statements) to bring out the real value of the company and determine the effects of the valuation process.

# İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
KISALTMALAR .....	viii
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	x
GİRİŞ .....	1
1. GENEL OLARAK ŞİRKET DEĞERLEMESİ.....	4
1.1. Değer – Fiyat Kavramları Ve Değerleme.....	4
1.2. Değerleme ve Değer Yaratma .....	7
1.3. Değerlemeyi Gerektiren Sebepler.....	11
1.3.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme .....	11
1.3.2. Finansal Yönetim ve Değerleme .....	12
1.3.3. Stratejik Planlama ve Değerleme .....	13
1.3.4. Birleşme, Satınalma ve Değerleme.....	13
1.3.5. Özelleştirme ve Değerleme.....	14
1.3.6. Halka Arz ve Değerleme .....	15
1.3.7. Kredi Alma ve Değerleme.....	16
1.3.8. Çalışan Şirketleri ve Değerleme .....	17
1.3.9. Marka Değeri ve Değerleme .....	17
1.3.10. Tasfiye ve Değerleme.....	18
1.4. Başlıca Değer Kavramları .....	18
1.4.1. Nominal Değer .....	18
1.4.2. Gerçek Değer .....	18
1.4.3. Defter Değeri.....	19
1.4.4. Piyasa Değeri.....	19
1.4.5. Makul Piyasa Değeri .....	19
1.4.6. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	20
1.4.7. Varlık Değeri.....	20
1.4.8. Şerefiye Değeri .....	20
1.4.9. Hurda Değer.....	21
1.5. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler .....	21
1.6. Değerlemede Risk.....	21
1.6.1. Sistemik Risk .....	22
1.6.2. Sistemik Olmayan Risk.....	23

1.7. Şirketlerde Büyüme Dönemleri .....	24
<b>2. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI .....</b>	<b>29</b>
2.1. Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımı .....	31
2.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı.....	32
2.1.2. Net Varlık Değeri.....	34
2.1.3. Tasfiye Değeri .....	35
2.2. Gelir Temelli Değer Yaklaşımı .....	36
2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı .....	37
2.2.1.1. İndirgenme Oranı ve Sermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	40
2.2.1.2. Özsermaye Maliyeti .....	41
2.2.1.2.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM).....	41
2.2.1.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM).....	43
2.2.1.3.Sermaye Maliyeti .....	47
2.2.1.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) .....	47
2.2.2. Özsermayenin Serbest Nakit Akımı İndirgeme Modelleri .....	49
2.2.3. Sermaye Nakit Akımı İndirgeme Modelleri.....	50
2.2.4. Temettü İndirgeme Modelleri .....	53
2.2.5. Uyarlanmış Bugünkü Değer .....	56
2.3. Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added – EVA).....	58
2.3. Opsiyon Fiyatlama Modeli .....	61
2.5. Sermaye Yapısı ve Şirket Değeri .....	64
2.6. Göreceli Değerleme Yaklaşımı .....	65
2.6.1. Kazanç Çarpanları .....	68
Fiyat-Kazanç Oranı (P/E) .....	69
PEG Oranı .....	70
Göreceli P/E Oranları.....	71
Fiyat/Gelecekteki Kazanç Oranı .....	71
Fiyat/Ar&Ge Harcamaları Öncesi Kazançlar .....	72
Şirket Değeri/EBITDA (EV/EBITDA).....	72
2.6.2. Defter Değeri Çarpanları (Yerine Koyma Değeri Çarpanları).....	73
Piyasa Değeri/Defter Değeri.....	73
Tobin’s Q Oranı .....	75
2.6.3. Gelir Çarpanları .....	76
Fiyat Satışlar Oranı (P/S) .....	77
Şirket Değeri/Satış Oranları.....	78

2.6.4. Sektöre Özgü Çarpanlar .....	79
<b>3. TFRS NİN ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARINA ETKİSİ .....</b>	<b>81</b>
3.1. TFRS' deki Değerleme Ölçüleri .....	89
3.1.1. Tarihi Maliyet (Maliyet Bedeli) .....	91
3.1.2. Cari Maliyet (Yenileme Maliyeti) .....	91
3.1.3. Gerçekleşebilir Değer (İtfa Değeri) .....	92
3.1.4. Bugünkü Değer (Kullanım Değeri) .....	92
3.2- Gerçeğe Uygun Değer Kavramı .....	92
3.4- Varlıkların ve Kaynakların Değerlemesi .....	97
3.4.1 Stokların Değerlemesi .....	97
3.4.2. Maddi Duran Varlıklar .....	99
3.4.3. Maddi Olmayan Duran Varlıklar .....	101
3.4.4. Finansal Araçlar .....	104
3.4.5. Tarımsal Faaliyetler .....	106
3.4.6. Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar .....	106
3.4.7. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller .....	107
3.4.8. Finansal Borçlar .....	107
3.4.9. Çalışan Yükümlülükleri .....	108
<b>4. UYGULAMA .....</b>	<b>109</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>135</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>138</b>



## KISALTMALAR

<b>APM</b>	Arbitraj Fiyatlama Modeli
<b>APV</b>	Uyarlanmış Bugünkü Değer
<b>CAPM</b>	Sermaye Varlıları Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
<b>DCF</b>	İndirgenmiş Nakit Akımları
<b>DDM</b>	Kar Payı İskontolama Modeli (Dividend Discount Model)
<b>EBITDA</b>	Faiz, Vergi ve Amortisman öncesi kazançlar. (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
<b>EVA</b>	Ekonomik Katma Değer
<b>FASB</b>	Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu
<b>FCFE</b>	Özsermayenin Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow to Equity)
<b>FCFF</b>	Şirketin Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow to Firm)
<b>P/E</b>	Fiyat-Kazanç Oranı (Price – Earnings)
<b>P/BV</b>	Fiyat/Defter değeri (Price to book ratio)
<b>PEG</b>	P/E oranının büyümeye oranı (P/E ratio to Growth)
<b>ROIC</b>	Yatırılan Sermayenin Getirisi
<b>TFRS</b>	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
<b>TMSK</b>	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
<b>UFRS</b>	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>UMSK</b>	Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu
<b>WACC</b>	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

## TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Nakit Akım Unsurları .....	8
Tablo 2: Çeşitli Dönemlerde Şirketlere İlişkin Bazı Göstergeler .....	28
Tablo 3: EVA için Yapılması gerek Muhasebe Düzeltmeleri .....	60
Tablo 4: Piyasa Değerinin Defter Değerinden Farklılaşmasının Nedenleri .....	85
Tablo 5: Gerçeğe Uygun Değer Hesaplaması ve TFRS' ler.....	95
Tablo 6: TFRS/TMS ile VUK Karşılaştırması .....	126

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yöntemleri .....	31
---	----

## GİRİŞ

Küresel rekabet ortamı şirketlerin piyasa değerlerini etkilemektedir. Şirketler küreselleşen bir piyasada rekabet edip büyümek zorundadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye birikiminin az olması şirketleri büyümek için kaynak arayışına itmektir. Bu doğrultuda tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de özellikle küreselleşme sürecinin hızlanmasıyla birlikte çoğunlukla şirket birleşmeleri, satın almaları, halka arz ve özelleştirmelerde ciddi bir artış yaşanmaktadır. Bundan dolayı, şirket değeri kavramı, gerek kurumlar, gerekse de gelişen sermaye piyasaları ile hisse senetlerine olan talebin artmasıyla bireysel yatırımcılar için daha da önemli hale gelmektedir.

Şirket değerlemesi konusu muhasebe ve finans alanında bugüne kadar çok tartışılan konulardan biri olmuştur. Bunun nedeni, şirket değerlemesi konusunda farklı görüş ve yaklaşımların bulunması ve şirketlerin gerçek değerinin genellikle pazarlık ortamında belirlenmesidir.<sup>1</sup>

İşletme verilerini kullanan çıkar grupları, öncelikle finansal tablolardaki bilgileri esas alırlar. Bu yüzden finansal tablolarda yer alan bilgilerin, doğru, güvenilir, anlamlı, karşılaştırma yapmaya elverişli ve zamanlı olması gerekmektedir.

Şirket değerlemesinde defter değeri bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerine dayanmaktadır. Ancak, varlıklar ve yükümlülükler bilançoda genellikle tarihi maliyetleriyle yer aldıkları için, bilançodan sağlanan muhasebe bilgileri şirket değerlemesinin amaçlarıyla çelişebilmektedir. Bu nedenle, defter değerinin şirket değerlemesinde kullanılabilmesi; varlıklar ve yükümlülüklerin gerçeğe uygun değerlerini yansıtacak şekilde düzeltilmelerine bağlı kalmaktadır.

Özellikle uluslararası ekonomi faaliyetlerinde ve teknolojiye yaşanan gelişmeler sonucunda küresel ekonomi kurallarına ve küresel bir ekonomi diline gereksinme duyulmaktadır. Finansal kuruluşlar ellerindeki fonları sınır ötesi ülkelere ödünç verme kararı verirken borçluların ödeme kabiliyeti hakkında bilgi edinmek için; sermaye sahipleri de sınır ötesi yatırımları ile ilgili sağlıklı karar verebilmek için güvenilir

---

<sup>1</sup> DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, "Ufrs (Tfrs)'deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı", **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**. 23, (Eylül 2007): 65-79.

finansal bilgilere gereksinim duymaktadırlar. Yatırımcılar, fon veya sermaye aktardıkları ülkelerdeki faaliyetlerin raporlanması için gereksinim duydukları finansal raporların anlaşılabilir ve karşılaştırılabilir olmalarını istemektedirler.<sup>2</sup> Bu istek doğrultusunda günümüzde oluşturulan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları finansal tabloların belli kavramlar ve ilkeler altında gerçeğe uygun biçimde düzenlenmesini sağlamakta, bu da defter değerinde gerekli olan bu düzeltme ihtiyacını çoğu zaman ortadan kaldırmaktadır. UFRS (TFRS) ile uyumlu olarak düzenlenen bilançoda, birçok varlık ve yükümlülük gerçeğe uygun değerlerine bağlı olarak raporlandığı için muhasebe bilgisinin değerlendirme açısından daha anlamlı hale gelmekte, kalitesi artmakta ve defter değeri şirket değerlemesinde kullanılabilir duruma gelmektedir.

UFRS (TFRS)'lerin kullanımı ile işletmelerin finansal tabloları, finansal bilgi kullanıcılarına daha doğru bilgiler sunmaktadır. Şirket değerlemelerinde kullanılan defter değerlerinde düzeltme ihtiyacı UFRS'lerin uygulanmaya başlamasıyla azalmaktadır.<sup>3</sup>

Bu çalışmanın amacı, piyasada kullanılan şirket değerlendirme yöntemlerini açıklamak, UFRS (TFRS)'deki varlık ve kaynaklara ilişkin ölçülerinin defter değerine etkilerini incelemek ve bu şekilde düzenlenen bir bilançonun şirketin gerçek değerini ortaya koyması açısından önemini araştırmak ve değerlendirme sürecine etkilerini saptamaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde genel olarak değer ve değerlendirme kavramı üzerinde durularak şirket değerlemesinin gereksinimi ve şirket değerini etkileyen faktörlere yer verilmektedir.

İkinci bölümünde piyasalarda uygulanan belli başlı değerlendirme yaklaşımları başlıklar halinde anlatılmaktadır.

Tez çalışmamın üçüncü bölümünde, TFRS'lerde kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemlerin şirket değerlemesi sürecinde kullanılan diğer yöntemlerle etkileşimi olumlu ve olumsuz yönleriyle incelenmektedir.

---

<sup>2</sup> TÜRKER, İpek, "Türkiye'de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (Ufrs) Paralelinde Yapılan Düzenlemelerin Finansal Tablo Kullanıcıları Üzerindeki Muhtemel Etkileri", Türmob Yayınları-407, İstanbul, 2011

<sup>3</sup> İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, "Defter Değerinin Hesaplanması" Rapor 08/25-26-27-28 15 Temmuz 2008

Bu tez çalışmasında öncelikle ayrıntılı bir literatür taraması yapılarak, konuyla ilgili kanunlar, tebliğler, makaleler, kitaplar, lisans üstü ve doktora tez çalışmaları, raporlar, ulusal ve uluslararası muhasebe standartları ve uygulamaları incelenmiştir.

# 1. GENEL OLARAK ŞİRKET DEĞERLEMESİ

## 1.1. Değer – Fiyat Kavramları Ve Değerleme

Değer ve fiyat birbirinden farklı kavramlardır ve birbirleriyle karıştırılmamalıdır. Bir varlığın değeri ile o varlığın tesadüflere bağlı olayların etkisi altında zaman zaman değişikliğe uğrayan piyasa fiyatı aynı şeyler değildirler. Değer fiyattan farklı olarak belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır.<sup>4</sup> Değer, varlıkların belirli bir kişi ya da gruplar için ne gibi önem ya da yararlar sağladığına dair bir fikir ya da görüştür.<sup>5</sup>

Değerin hem sübjektif, hem de objektif yönü bulunmaktadır. Sübjektif değer kişilere, arzulara ve varlığın sahibine sağlayacağı yararlar göre değişir. Objektif değer ise mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir.<sup>6</sup>

Fiyat; mal ya da hizmetlerin satın alınması için ödenen para miktarıdır. Fiyat, her zaman o mal ya da hizmetin değerini ifade etmeyebilmektedir. Fiyatlar; arz ve talebe, ekonomik ve siyasal koşullara bağlı olarak değişiklik gösterir. Dolayısıyla fiyat, o mal ya da hizmetin değerinin altında ya da üstünde olabilir.<sup>7</sup>

Bu durumun başlıca nedenleri; piyasaların etkin ve tam rekabetçi olmaması, uygulanan bazı politikalar, özel nedenlerden dolayı varlığa değerinden fazla fiyat biçilmesi, tarafların rasyonel olmayışı, alıcı sayısının az olması, satışta pazarlığın az olması ve ekonomik koşullardaki belirsizlik ve dalgalanmalardır.<sup>8</sup>

Fiyat ve değer, kurumsal olarak ekonomi dışı faktörlerin etkili olmadığı tam rekabetçi bir piyasada örtüşmektedir. Bir varlığın fiyatı, sübjektif değer yargıları ve başka faktörlerle objektif değerinden farklılaşabilir. Fiyatlar uzun dönemde gerçek değere yaklaşma eğilimi göstermektedir.

---

<sup>4</sup> ÖZTÜRK, Hakkı, “Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar”, Türkmen, İstanbul, (2009), s. 16

<sup>5</sup> YALÇIN, Hasan, “Şirket Değerleme Teori ve Uygulama”, İstanbul, Crowe Horwath, , s. 14

<sup>6</sup> Aktaran, YALÇIN, a.e. Fernández, P. (2007) (Company Valuation Methods; The Most Common Errors in Valuation), Working Paper No:449, IESE Business School, University of Navarra, s.14

<sup>7</sup> KÜÇÜKARABA, Mustafa, “Firma Değerleme ve Bir İMKB Uygulaması” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012, s. 4

<sup>8</sup> GÜLER, Hüseyin, “Şirket Değerleme Yöntemleri Ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi” T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası Ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010, s. 5

Her varlığın ister finansal olsun, ister gerçek olsun bir değeri vardır. Bu varlıklara başarılı bir şekilde yatırım yapmanın ve bu varlıkları yönetmenin anahtarı yalnızca değer ne olduğunu anlamakta değil, aynı zamanda değer kaynaklarının neler olduğunu da anlamakta yatar.<sup>9</sup>

Bir varlığa ederinden daha fazlasını ödemek istemeyen yatırımcı satın almak istediği şeyin değerini bilmek ister. Finansal varlıklar, yatırımcıları onlardan nakit akımı bekledikleri için satın alınmaktadırlar. Bu nedenle herhangi bir varlık için ödenen fiyat, o varlığın yaratması beklenen nakit akımını yansıtan bir bedel olmalıdır.

Etkin piyasa koşullarında oluşan finansal varlıkların piyasa fiyatlarının gerçek değere yakınlaşacağı düşünülürken etkin olmayan piyasa koşullarında oluşan fiyatlar gerçek değerden uzaklaşır. Etkin piyasalarda fiyatlar mevcut bütün bilgi ve verileri içererek bilgileri hızlı ve doğru bir şekilde yansıtır. Doğru ve iyi bir değerlendirme yaparak düşük veya yüksek değerlendirilmiş hisse senetlerinin bulunup, bunlara göre yatırım yapılması ile yüksek kazançlar elde edilmesi sırasında piyasa kendini düzeltecektir. Bir diğer deyişle zaman içerisinde piyasa etkin olmaya başlayacaktır.<sup>10</sup>

1900'lü yılların başından itibaren şirket karının maksimum kılınması olarak ifade edilen şirket amacı, yirminci yüzyılın yarısından itibaren tartışmaya açılmıştır. Günümüz finans anlayışında, şirketlerin önde gelen amacı kar maksimizasyonundan, hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmeye dönüşmüş durumdadır.<sup>11</sup>

Hisse değeri, bir şirketteki hissedarların yatırımlardan elde ettikleri toplam faydadır. Hissedar değerinin önem kazanmasında sermaye piyasalarındaki küreselleşme ve deregülasyon sermaye kontrollerinin son bulması, bilgi teknolojilerinin gelişmesi, menkul kıymet kazanç ve yatırımlarındaki yeni davranış biçimleri, özelleştirme uygulamaları ile kurumsal yatırımcıların artması önemli rol oynamaktadır.

Özellikle son yıllarda giderek artan küreselleşme ve yoğun rekabetle birlikte sermaye piyasalarının ekonomik sistem içerisindeki etkinliğinin ve öneminin artmasına bağlı olarak yatırımcıların etkinliklerinin artması, birçok şirketi hissedar değerini maksimize

---

<sup>9</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, “Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar”, Literatür Yayınları, 2008, s. 3

<sup>10</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 17

<sup>11</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 23



etmeyi temel amaçlarından biri olarak benimsemeye ve hissedar değerinin arttırılmasını sağlayacak alternatif yollar aramaya zorlamıştır.<sup>12</sup>

Bu anlayışa göre çok kar eden ya da çok satış yapan şirketler değil piyasa değerini en yükseğe çıkaran şirketler amaçlarına ulaşmış olacaktır. Şirket değerini yükseltmek için de şirketlerin yatırım ve finansman politikalarında doğru kararlar almaları önem taşımaktadır. Bunu amaçlayan finansal yönetici aynı zamanda karlılık, likidite ve güvence hedefleri arasındaki dengeye de özen göstermelidir.<sup>13</sup> Bu açıdan baktığımızda, şirketlerin hisse senetleri fiyatı, o şirketin yöneticilerinin izledikleri politikaların değerlendirilmesinde önemli bir göstergedir.

Değer, şirketle ilişkisi olan herkesi ilgilendirir baktığımızda, hissedarları için uzun dönemde değeri maksimize eden şirketler hem daha çok istihdam yaratır, hem mevcut ve eski çalışanlarına daha iyi şartlar sunar, müşterilerine daha çok tatmin sağlar ve kısa dönem odaklı rakiplerine oranla çok daha büyük bir şirket sorumluluğu yükünü omuzlar.<sup>14</sup> Bu nedenle hissedar değeri maksimizasyonu uzun vadede tüm çıkar grupları için en iyi stratejidir. Şirket yöneticilerinin hissedar değeri gerekliliğine inanması gerekir. Ve şirket ile ilgili finansman kararlarında hisse değerinin maksimizasyonu ilkesi hedef alınmalıdır.

Bu sebeple finansal tabloların analiz edilmesi ve hisse başına kar analizi yapılması ile elde edilen veriler, finans yöneticileri ve yatırımcılar için yeterince anlamlı olmamaktadır.

Değer, şirketin yatırılan sermayesinin getiri oranının, sermaye maliyetinin üzerinde olması durumunda yaratılmaktadır. Bu sebeple de yatırımcılar, serbest nakit akımlarına ve sermaye maliyetine odaklanan hissedar değeri analizi üzerine yoğunlaşmaktadır. Halka açık bir şirketin başarılı olmasının göstergesi, genellikle hissedar değerindeki artış olmaktadır.

Değerin kara bağlı olmaması, yeni bir şirketler arası hiyerarşi ortaya çıkarmıştır. Baktığımızda aynı karı elde eden iki şirketten biri çoğu zaman diğerinden daha değerli

---

<sup>12</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Chari, L. (2009) "Measuring Value Enhancement Through Economic Value Added: Evidence from literature" IUP Journal of Applied Finance, Vol.15 (9), s. 19

<sup>13</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 28

<sup>14</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 22

olmaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasındaki en önemli nedenler, şirketlerin aynı kara sahip olmalarına karşın, iki şirket arasındaki geleceğe ilişkin potansiyel ve risk farkıdır.

Günümüzde bir şirket, ancak hissedar değerini arttırdığı sürece, rakiplerine oranla yatırımcıların borç verenlerin ek kaynaklarını kendisine çekebilmektedir. Böylece, uzun vadeli yatırımlarını gerçekleştirerek, sürekli büyümesi için yeni fırsatlar ortaya çıkmaktadır.<sup>15</sup>

## 1.2. Değerleme ve Değer Yaratma

Varlıkların değerinin belirlenmesi geçmişten bugüne önem taşıyan konulardan biridir. Şirket değerlemesinin amacı şirketin en uygun piyasa değerinin tespitidir. Alıcı bakış açısıyla amaç, şirkete ödenebilecek en yüksek değeri belirlemektir. Satıcı tarafta kabul edebileceği minimum değeri belirlemeye çalışır. Modern finans teorisinde genel kabul görmüş teoriye göre şirketin gerçek değeri, gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının indirgenmiş bugünkü değeridir. Şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılır. Paranın zaman değeri nedeniyle, yıllar itibarıyla nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, başka bir deyişle nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunarak değerlendirilir. Benzer şekilde, özsermaye değeri nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle hesaplanır.<sup>16</sup> Dolayısıyla temelde şirket değeri, şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarına ve bunların elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Bununla birlikte şirket değerini belirleyen faktörler günümüzde farklılaşarak maddi duran varlıklardan bilgi, teknoloji kullanımı gibi entelektüel sermayenin unsurları ve üretimine dayalı oluşan maddi olmayan duran varlıklara doğru hızla artmaktadır.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Aktaran, YALÇIN, a.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçük Kaplan, İ & Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s. 20

<sup>16</sup> CHAMBERS, Nurgül, "Firma Değerlemesi", Avcıol Basım Yayın, 2005, s. 13

<sup>17</sup> KUTUKİZ, Doğan, TUNÇBİLEK, Murat, "Küreselleşme Sürecinde Firma Değeri ve Yönetim Sürecindeki Değişimler" Journal of Azerbaijani Studies 2008

**Tablo 1: Nakit Akım Unsurları**

<b>• Faaliyetten Doğan Nakit Akımları</b>
- Ürün satışı ve hizmet sunumundan elde edilen nakit,
- Satıcılara ve çalışanlara yapılan ödeme,
- Vergi ödemeleri,
- Faiz ödemeleri,
- Faaliyetlerden doğan diğer ödemeler.
<b>• Yatırımdan Doğan Nakit Akımları</b>
- Arazi, fabrika, makine ve donanım yatırımları nedeniyle yapılan nakit çıkışları
- Yeni iş alanları elde etmek için yapılan nakit ödemeler
- Yeni iştirakler için yapılan ödemeler
<b>• Finansmandan Doğan Nakit Akımları</b>
- Yeni borç alımından sağlanan nakit,
- Ayrıcalıklı hisse senetlerinden sağlanan nakit,
- Çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen nakit,
- Nakit ödenen kar payları

*Kaynak: Chambers, Nurgül, Firma Değerlemesi, Avcıol Basım Yayın, 1. Baskı, İstanbul, 2005,*

Hissedarların varlıklarının değerini maksimize etmesi sadece hissedarlara fayda sağlamamaktadır. Aynı zamanda bu amaç kıt kaynakların en çok fayda sağlayacak alanlara yönlendirilmesi nedeniyle de topluma fayda sağlayacaktır. Hissedarların varlıklarını maksimize etme, şirket yönetiminin sosyal sorumluluğunu bir tarafa bırakması anlamına gelmemektedir. Hissedarların varlıklarını maksimum yapma; tüketiciyi korumaksızın, tatmin edici ücretler ödemeksizin, uygun istihdam yaratmaksızın, çevreyi korumaksızın mümkün görünmemektedir. İşletmeler bu ve benzeri sorumluluklarını gözardı etmeksizin hissedarların varlıklarını maksimize etmeye çalışmalıdırlar.<sup>18</sup>

Bugün gelinen noktada varlıkları değerlendirme ihtiyacı yatırımların ve portföy yönetiminin ötesine geçmiştir. Bir şirketin yaşam döngüsündeki her aşamada değerlendirme mevcuttur. Genişlemeyi hedefleyen küçük özel şirketlerin daha fazla sermaye elde etmek için risk

<sup>18</sup> AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet, ve COŞKUN, Metin, “**Finansal Yönetim**”, Detay Yayıncılık Ankara 2010, s. 15

sermayesi ve yatırımcılardan gelen özel sermaye girişimlerinde bulunabilmeleri adına değerlendirme anahtar bir rol oynamaktadır.

Aynı zamanda şirket değerlemesi şirket içinde ekonomik değer yaratan veya zarara neden olan iş birimlerinin tanınmasına da yardımcı olur.

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme; işletme faaliyetlerine, aktif ve pasiflere anlamlı parasal miktarların tayin edilmesi sürecidir<sup>19</sup>. Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir şirketin bina, arsa, makine teçhizat, mal stoku şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. Şirket değerlemesinin amacı şirketin uygun ve makul piyasa değerinin saptanmasıdır.<sup>20</sup> Ancak değerlendirme yalnızca şirketin mevcut varlıklarının değerlendirilmesinden ibaret değildir, aynı zamanda şirketin gelecekte yaratacağı kazançları da içermektedir ve gelecekteki kıymetin bugünkü değerini belirlemektedir. Geleceğe yönelik bir tahmin söz konusu olduğu için değerlemede yalnızca nesnel değerlemelerin değil, aynı zamanda öznel değerlemelerin de yani görüş bildirmenin de önemli bir yeri vardır. Bu anlamda değerlendirme, bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir şeyin kıymetini belirlemek amacıyla, söz konusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmek şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bildirilen görüş geleceğe ilişkin tahminleri de kapsamaktadır fakat geleceğe ilişkin daha doğru ve daha gerçekçi varsayımlarda bulunabilmek için geçmiş bilgilere de ihtiyaç duyulmaktadır. Bir değerlemenin doğruluğu, o değerlemenin varsaydığı varsayımların gerçekçiliğinden kaynaklanmaktadır.<sup>21</sup>

Değerleme analistin amacını ve görüşünü de içerdiği ve bu doğrultuda öznel şekilde biçimlendiği için tahmin sonucu ortaya çıkan değer göreceli bir kavramdır.<sup>22</sup> Değerlemeyi etkileyen pek çok yargı bileşeni vardır ve bu durum pek çok farklı görüşe yol açmaktadır.<sup>23</sup> Bu yüzden değer tam olarak saptanması güçtür. Şirketin değerinin belirlenmesinde en önemli nokta, şirketin gerçek değerinin tespit edilmesidir. Gerçek

---

<sup>19</sup> Aktaran, TÜRKER, İpek, a.g.e., E.S., HENDRİKSEN, Accounting Theory, Third Edition, Homewood, Illionis, 1977 sw. 263

<sup>20</sup> Aktaran, CHAMBERS, Nurgül, a.g.e., Bradford, Cornell, Corporate Valuation, Tools for Effective Appraisal and Decision Making, Irwin Inc., New York, 2000, s. 6

<sup>21</sup> ÖZTÜRK, Hakkı, a.g.e., s. 15

<sup>22</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 27

<sup>23</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 28

değer, arz ve talebe göre piyasa tarafından belirlenen değer değil, şirketin değer yaratan unsurlarının da dikkate alınarak hesaplanan, olması gereken değeridir.

Finans yazınında üzerinde en çok çalışma yapılan konulardan birisi olan şirket değerlemesinin üzerine bunca çalışma yapılmış olmasına karşın genel kabul görmüş standart bir değerlendirme ölçüsü bulunmamaktadır. Bunun nedeni büyük ölçüde değerlendirme ve değer kavramlarının içerdiği öznel yargılardır. Ancak modern finans teorisi finansal varlık fiyatlamaya ilişkin genel bir tanım getirmiştir ve bu tanıma göre bir finansal varlığın fiyatı, sözkonusu varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının belirli bir indirgeme (iskonto) oranıyla bu güne indirgenmesiyle bulunabilmektedir.<sup>24</sup> Bu tanımdan hareketle bugün şirket değerlemek için hem teoride hem de uygulamada oldukça yaygın bir kullanıma sahip olan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi geliştirilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi en yaygın şekilde kullanılan yöntemlerin başında gelmekle birlikte, şirket değerlemesi gerçekleştirmek için göreceli değerlendirme, net aktif değeri, fazladan getiri değerlendirme ve defter değeri gibi yöntemler ve modeller de kullanılmaktadır.

Sermayedarlar için değer yaratmayan bir işletme operasyonlarını fonlamak için gerekli olacak sermaye kaynaklarını cezbedemez. Operasyonlar için sermaye olmazsa şirketlerde hayatlarına devam edemezler.<sup>25</sup>

Değer yaratmanın temel ilkesi, şirketlerin yatırımcılarından elde ettikleri yatırım sermayesi ile gelecekte nakit akımı yaratmaları ve bu gelecekteki nakit akımının getirisinin, sermaye maliyetinin üzerine çıkmasıdır. Şirket değeri ve iskonto faktörü olarak kullanılan sermaye maliyeti arasında yakın bir ilişki vardır. Şirket değeri, yatırılan sermayenin getirisinin sermaye maliyetinden yüksek olması durumunda yaratılır. Şirketler gelirlerini daha hızlı artırdıkça ve çekici miktarlardaki getiriler için daha fazla sermayeyi harekete geçirdikçe daha çok değer yaratırlar. Maliyete oranla büyüme ve yatırılmış sermayenin getirisi (ROIC) kombinasyonu değeri yaratan şeydir. Şirketler ancak iyi tanımlanmış bir rekabet avantajına sahiplerse güçlü bir büyümeyi ve

---

<sup>24</sup> İVGEN, Hünkar, “Şirket Değerleme”, Finnet, İstanbul, 2003, s. 37

<sup>25</sup> KEPEZ, Mehmet, “İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine (İna) Göre Firma Değerinin Tespiti Ve İna Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım” Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Doktora Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006, s. 10

yüksek bir ROIC i sürdürebilirler. İşte böylelikle rekabet avantajı yani iş stratejisinin temel kavramı, değer yaratma ilkesi ile bağlanmış olur.<sup>26</sup>

### **1.3. Değerlemeyi Gerektiren Sebepler**

Gerek bireysel gerek kurumsal yatırımcıların ilgili finansal varlıkların fiyatlarına ilişkin öngörü yapabilmeleri gerekmektedir. Değerleme çalışmaları bu noktada, yatırımcılara ışık tutarak onlara yatırım yapmayı düşündükleri varlıkların olması gereken fiyatları hakkında bilgi sağlamaktadır. Halka arzlardan şirket birleşmelerine, portföy yönetiminden gayrimenkul değerlemesine kadar oldukça geniş bir yelpazede ihtiyaç duyulan bilgi açığının kapatılması değerlendirme çalışmalarıyla olmaktadır.<sup>27</sup>

Şirket değerlendirme finans biliminde en önemli ve uygulaması en zor konulardan biridir. Şirket değerinin belirlenmesi ve bu değer yönetimi oldukça önemlidir. Dünyada ve Türkiye de son yıllarda şirket birleşmeleri, satın almalar, halka arz ve özelleştirmelerin arttığı gözlenmektedir, bundan dolayı da sermaye piyasaları ve borsa açısından şirket değerlendirme hususu kurumsal finansmanın yatırım bankacılığı alanında sıkça kullanılmaktadır<sup>28</sup>

Değerlemeler büyük miktarlarda servet transferleri de dâhil olmak üzere pek çok ticari ve ekonomik kararın alınmasında temel referansı oluşturdukları için piyasanın oluşumundaki en önemli verilerden birisini oluşturmaktadır. Değerlemenin işlevi uygulandığı alanlara göre değişse de, bu işlevin taşıdığı önem aynı kalmaktadır. Değerleme, halka açık şirketlerin hisselerini almak ya da satmak için, bir şirketi devralmak için, devlete olan borç için, kredi almak için gibi çok çeşitli amaçlarla kullanılmaktadır ve bu amaçları aşağıdaki gibi çoğaltmak da mümkündür.

#### **1.3.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme**

Yatırımcılar kendi portföylerini oluştururken gelirlerini maksimize etmek amacını taşıdıkları için, portföylerine seçecekleri hisse senetlerinin belirlenmesinde değerlendirme başvurması gereksinimi duymaktadırlar. Bununla birlikte değerlendirme portföy yönetimindeki önemi kısa ve uzun vadeli yatırımcılara göre farklılık gösterebilmektedir. Bazı yatırımcılar indirgenmiş nakit akımları yöntemini diğer yatırımcılara göre daha az

---

<sup>26</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e.'den, Koller, T. & Goedhart, M. & Wessels, D. (2010), s. 22

<sup>27</sup> TUYİD (Yatırımcı İlişkileri Derneği) "Şirket Değerleme Yöntemleri", 13 Nisan 2012

<sup>28</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 26

sıklıkta kullanırken, gelecekteki değere odaklanarak teknik analizleri kullanmayı tercih etmektedirler. Teknik analiz, hisse senetleri fiyat hareketlerini açıklamaya ve öngörmeye yönelik psikolojik ve matematiksel boyutları olan bir yöntemdir. Teknik analizciler açısından şirket değerlemesinin çok fazla bir önemi yoktur. Zira onlar geçmiş fiyat hareketlerine ve işlem hacimlerine bakarak, gelecekteki fiyat hareketlerini belirli ölçülerde de olsa tahmin edilebilir olduğuna inanmaktadırlar.<sup>29</sup>

Portföy yönetiminde birden fazla menkul kıymete yatırım yapılarak riskin azaltılması amaçlanmaktadır. Portföye alınacak hisse senetlerinin seçiminde, değerlendirme etkin bir rol oynamaktadır.<sup>30</sup>

Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımcılara göre değişiklik gösterebilmektedir. Temel analistlere göre, firmanın beklenen büyüme oranı, risk profili ve nakit akımları gibi finansal özellikleri ile firmanın doğru olarak tespit edilmiş değeri arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Gerçekçi varsayımlar altında tespit edilmiş bir firma değeri, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmaktadır.<sup>31</sup> Amaç ise, zaman içerisinde şirketin gerçek değerine ulaşmasıyla piyasaya oranla göreceli olarak daha yüksek bir getiri sağlamaktır.

### **1.3.2. Finansal Yönetim ve Değerleme**

Finansal yönetim, kazançta, finansa ve yönetime ilişkin varlıklarla ilgilenen bütünsel bir karar alma sürecidir.

Firmanın amacının firma değerinin maksimum kılınması olması, firma değeri ile finansal yönetimin temel politikaları olan finanslama kararlarının, yatırım kararlarının ve kar payı dağıtım politikalarının amaç doğrultusunda birbirleriyle uyumlu olmalarını gerektirmektedir.

Değerin ve değerlemenin artan önemine bağlı olarak finansal yönetim konularında teori ve uygulamada değer ve değerlendirme yaklaşımı ile birlikte ele alınmaktadır. Bu sebeple yönetim danışmanlığı yapan kişi ya da kurumlar şirket değerinin artırılması konusunda hizmet vermektedir. Şirketin nakit akımlarını ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini

---

<sup>29</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K., Öztürk, M.,B., Küçükakaplan, İ., Başçı, E.S., Demirgüneş, K., 2006, s. 29

<sup>30</sup> GÜLER, a.g.e., s. 8

<sup>31</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 23

etkileyen faktörler şirket değerini de etkilemektedir. Bu nedenle finansal yönetimde şirkete ilişkin verilecek önemli kararlar arasındaki ilişkileri anlamak ve kurumsal finansman konularını teoride ve pratikte değerlendirme yaklaşımı ile birlikte ele almak şirket değerini artıracak kararlar alınmasını sağlamaktadır.<sup>32</sup>

### **1.3.3. Stratejik Planlama ve Değerleme**

Değerleme, aşağıda sıralandığı üzere, bir firmada stratejik kararların alınmasında ve stratejik planlamada önem taşır.<sup>33</sup>

- Bir firmanın ya da iş biriminin değerlendirilmesi faaliyetini sürdürme, satış, birleşme, büyüme ve diğer firmaları satın alma kararlarında ilk adımdır.
- Bir firmanın ve farklı iş birimlerinin değerlendirilmesi hangi ürünün, iş hattının, ülkenin, müşterinin devamının sağlanması ya da terk edilmesi kararlarında vazgeçilmez bir unsurdur.

Dolayısıyla bir şirketin geleceğe ve bugüne dair politikalarını ve stratejilerini oluşturabilmek için şirketin gerçek değerinin tespit edilmesine yani değerlemeye gereksinimi vardır.<sup>34</sup>

### **1.3.4. Birleşme, Satınalma ve Değerleme**

İki ya da daha fazla şirketin büyüme amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve yasal açılarından tek bir birlik haline getirmeleri ya da bu koşullar altında işbirliğine gitmeleri birleşme olarak adlandırılmaktadır. Bu iki şekilde olabilmektedir. Birleşme ve satınalma. Birleşme ve satın almalar değerlendirme ihtiyacının yoğun olarak hissedildiği bir alandır. Zira iki durumda da büyük nakit transferleri ve alınan yeni riskler söz konusudur. Birleşmeler ya da satın almalar sonucunda oluşturulan yeni şirketin değerinin, bir araya gelen iki şirketin eski hallerinden daha büyük ve daha değerli kılınması esas amaçtır.<sup>35</sup>

Dolayısıyla birleşme ve satın almalar değerlendirme ihtiyacının yoğun olarak hissedildiği bir alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Firmanın satın alınarak hisse senetlerinin değerinin maksimize edilmesi amacı, satın alma ile yaratılan ilave değer satın alma

---

<sup>32</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 26

<sup>33</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 12

<sup>34</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 30

<sup>35</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 31



maliyetini aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple, birleşecek ya da devralınacak firmaların değerlerinin belirlenmesi, alınacak kararlarda belirleyici unsur olmaktadır.<sup>36</sup>

Şirketleri satın almaya ya da birleşmeye sevk eden pek çok neden olsa da, bunların başında büyüme ve güçlenme güdüsü yatmaktadır.<sup>37</sup>

Bugün birçok şirket fırsatları, avantajları değerlendirmek amacıyla ve ayrıca sinerji oluşturarak daha güçlü bir yapıya kavuşmak için birleşmeye yönelmektedirler.

Sürekli olarak değişen piyasa şartları ile her işin özgün koşulları ile alıcı ve satıcıların kendilerine özgü motivasyonları da her örnekte farklılıklar gösterdikleri için yapılacak bir değerlendirme tahmini bir muğlaklık içerisinde bir referans noktası olarak büyük önem taşımaktadır.

### **1.3.5. Özelleştirme ve Değerleme**

Son otuz yılda dünyanın gelişmiş ekonomilerindeki hareketliliğin çerçevesi meydana gelen büyük bir özelleştirme dalgası ile yakından ilintilidir. Büyük hız kazanan özelleştirme hareketlerinin ardındaki başlıca faktör ise kamusal işletmelerin karlılık bakımından göstermiş olduğu zayıf performanstır.

Özelleştirme, KİT'lerin mülkiyet ve yönetiminin özel sektöre devri olarak tanımlanabilir. İktisadi, mali, sosyal ve siyasal nedenlerle milli ekonomi içerisinde kamu kesimi faaliyetlerinin sınırlandırılmasına veya tamamen kaldırılmasına yönelik uygulamadır.

Özelleştirmenin amaçları şu şekilde özetlenebilir:<sup>38</sup>

- Servetin geniş kitlelere yayılması,
- Devlet hazinesi üzerindeki yüklerin hafifletilmesi,
- Sermaye piyasalarının genişletilmesi,
- Devlete gelir sağlanması,
- Devletin asıl görevi olan düzenleyicilik faaliyetlerine yoğunlaşması.

---

<sup>36</sup> GÜLER, a.g.e., s. 7

<sup>37</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 20

<sup>38</sup> KÜÇÜKARABA, a.e., s. 24

Özelleştirme işlemlerinde en öncelikli konu özelleştirilecek kurumun değerinin doğru olarak tespit edilmesidir. Kamu kuruluşlarının gerçek değeriyle özel sektöre devredilip devredilmediği tartışmalarının temelinde, kamu kuruluşlarının ekonomik değerlerinin düşük olarak belirlenerek, değerlerinin altında özelleştirildikleri iddiaları yer almaktadır. Bu yüzden değerlendirme konusu özelleştirme uygulamaları açısından da oldukça önemli bir yer tutmaktadır.<sup>39</sup>

Özelleştirmenin özelleştirilecek şirketlerin değer tespitleri yapılmadan, sadece ihaleler sonucunda oluşan fiyatlar dikkate alınarak yapılması eksik bir yaklaşım olacaktır. Ayrıca tek bir alıcının olduğu durumlarda değerlemenin yapılması kaçınılmazdır. Karar vericilerin düşük fiyattan satış yapma gibi bir politikaları olması durumunda bile hangi değer düşük hangi değer yüksek değer olduğunun bilinmesi açısından değerlemeye ihtiyaç duyulacaktır.<sup>40</sup>

### **1.3.6. Halka Arz ve Değerleme**

Halka arz kavramı Sermaye Piyasası Kanunu madde 5'te şöyle tanımlanmaktadır: *“Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna (Sermaye Piyasası Kanunu) göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder”*.

Halka arz işlemleri şirketlere; sermaye ihtiyacının karşılanması, ikincil halka arz yoluyla ilave sermaye sağlanması, halka arzlarda hisse senetlerinin nominal değerden yüksek satışıyla birlikte emisyon priminin elde edilmesi, şirketin kamuoyunda daha fazla tanınması ve bu sayede stratejik ve finansal ortaklıkların kolaylaşması, şirketin piyasa değerinin herkes tarafından bilinmesi gibi faydalar sağlamaktadır. Halka arz, şirketlerin bu anılan amaçlar doğrultusunda, genellikle şirketin kontrol gücü halkı arzı gerçekleştiren hâkim ortaklarda kalacak şekilde, belli bir oranda hisselerini satışa çıkarması anlamına gelmektedir. Buna göre şirket hissedarları, ellerinde bulundurdukları payların bir kısmını borsada ya da borsa dışında halka arz edebilir ya

---

<sup>39</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 25

<sup>40</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 31

da sermaye artırımını yoluyla yeni hisse senedi ihraç ederek finansman kaynağı sağlayabilirler. Bu iki yöntemin bir arada kullanılması da mümkündür.

Halka açılma sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta, tasarruf sahiplerini bu yolla şirketlere ortak etmektedir. Böylece şirketler küçük hacimli, dağıntık fonları uzun vadeli kullanabilme olanağı elde etmektedir. Bu tür fonları kullanabilmek için şirketler arasında rekabet ortamı oluşmakta ve bunun sonucunda daha yüksek getiri sağlama yönünde çabalar arttığından, şirketlerin bugünkü değerlerinin maksimum kılınması amacına katkı sağlanmaktadır. Halka açılmada şirket sahipleri hisse senetlerini olabildiğince yüksek fiyattan satmayı, potansiyel yatırımcılar ise mümkün olduğunca düşük fiyattan almayı arzulamaktadır. Dolayısıyla şirketin gerçek değerinin belirlenmesi halka açılmada bilinmesi gereken en önemli konudur. Yüksek fiyatlama yatırımcıların gelirlerini azaltırken, düşük fiyatlama şirketin gerçek değerinin sapmasına ve finansman ihtiyacının tam olarak karşılanamamasına neden olmaktadır. Şirketlerin sermaye maliyetleri daha düşük iken halka arz gerçekleştirmeleri, onların bu sayede daha çok fon elde etmelerini sağlayacaktır.<sup>41</sup>

Halka arzlarda değerlendirme halka arzın başarısı ya da başarısızlığını belirleyen en önemli etkenlerden biridir. Halka arz yoluyla hisse senedi çıkarımında firma değerini doğru belirleme ve bunun sonucunda çıkarılacak hisse senetlerini fiyatlama, bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından çok önemlidir.<sup>42</sup>

### **1.3.7. Kredi Alma ve Değerleme**

Kreditör kuruluşlar şirketlerin ihtiyacı olan fonları şirketlere sunan piyasa aktörleridir. Şirketler belirli dönemlerde, özellikle yatırım dönemlerinde ihtiyaç duydukları krediyi kreditör kuruluşlardan talep ederler. Kredi almak şirketlere belli bir bedel karşılığında hazır bir tasarrufu kullanma şansını verdiği için büyüme sağlamada önemli bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Nakit akımı pozitif olmayan şirketlerin kredi alımlarında, şirketin kredi sonrasında planladığı nakit akımları ve kredi sonrasında amaçladığı şirket değeri kredi veren açısından büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden de kredi verenler, kredi almak isteyen şirketin değerini ve gelecekte yaratacağı nakit akımlarını gözönünde bulundurmaktadır. Doğal olarak burada da şirketin gerçekçi ve doğru bir

---

<sup>41</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 26

<sup>42</sup> GÜLER, a.g.e., s. 8

şekilde değerlendirilmesi konusu önem kazanmaktadır. Genellikle bu süreçte değerlendirme, kreditorler tarafında yapıldığı gibi kredi talep edenler tarafından da yapılabilmektedir.<sup>43</sup>

### **1.3.8. Çalışan Şirketleri ve Değerleme**

ABD'den başlayarak zamanla tüm dünyada uygulamaya konulan ve çalışanların belirli bir süreç içerisinde şirketi satın aldıkları bir sistem olan işletme sahipliği planları, şirket sahipliğini çalışanlarla paylaşmak için uygulanmakta ve şirkete bir takım vergi avantajları sağlamaktadır. ABD'deki Ulusal Çalışan Sahipliği Merkezinin verilerine göre şirket opsiyonlarını elinde tutan çalışan sayısı 1990 yılında bir milyon iken, bu sayı 2001 yılında on milyona çıkmıştır ve hızla artmaya devam etmektedir.

İyi tasarlanmış çalışan sahipliği planları, katılımcı bir sahiplik kültürünün oluşmasına ve sürdürülmesine önemli katkılar sağlamaktadır. Çalışan hisse sahipliği planları özellikle gelişmekte olan ülkelerde özelleştirme sürecinde verimliliğin artırılması ve çalışanların özelleştirmeye karşı göstermiş oldukları direncin azaltılmasında etkin bir rol üstlenmektedir. Başarılı bir çalışan hisse sahipliği planının oluşturulması da ancak uygulamanın gerçekleştirileceği şirketin değerinin doğru tespit edilmesi ile mümkün olabilmektedir.<sup>44</sup>

### **1.3.9. Marka Değeri ve Değerleme**

Marka değeri, bir işletmenin markaya yaptığı yatırımlar nedeniyle işletmenin gelecek dönemlerde kazanacağı gelirler olarak tanımlanmaktadır. Bir şirketin maddi olmayan duran varlıkları kapsamındadır.<sup>45</sup> Bu anlamda güçlü bir marka isminin ve sembolünün tüketicinin zihninde yarattığı olumlu izlenimlerin ürün ve tüketiciye kattığı ek değerdir. Bununla birlikte yatırımcıların ve finansal analistlerin algılarını etkilemektedir. Ve şirketlerin hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde ciddi bir rol oynamaktadır. Geniş açıdan bakıldığında günümüz iş dünyasında şirketler için en değerli varlıklardan birisi marka değeri olarak tanımlanmaktadır. Markanın ön plana çıkmasıyla şirket değeri içerisinde markanın yarattığı değer hesaplanması bir ihtiyaç haline almıştır. Özellikle birleşme ve satın almalarda belirlenen değer önemli bir kısmının şirketin marka

---

<sup>43</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 33

<sup>44</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Zhang, G. (2006) "Market Valuation and Employee Stock Options", Management Science, Vol.52 (9), s. 33

<sup>45</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 201

değerinden kaynaklanması, bu değer ölçülmesine yönelik çalışmalara hız kazandırmaktadır.

### **1.3.10. Tasfiye ve Değerleme**

Çeşitli sebeplerle faaliyetine son vermek durumunda kalan şirketler için tasfiye değerinin belirlenmesi bir zorunluluktur. Tasfiye durumunda şirketin bütün varlıklarının nakdi değeri tahmin edilmekte ve borçları ödendikten sonra kalan tutar hesaplanmaktadır. Bu nedenle tasfiye edilen bir şirketin değerlendirilmesi gerçekleştirilirken, şirketin varlıklarının ve borçlarının bugünkü değerinin ön plana çıktığı bir değerlendirme şekli kullanılır. Burada, özellikle şirketlerin varlıklarının tasfiye değerinin doğru tespit edilmesi tasfiye işleminde tarafların haklarının korunması açısından önemlidir.<sup>46</sup>

## **1.4. Başlıca Değer Kavramları**

Değerlemenin tam olarak açıklanıp anlaşılabilmesi için öncelikle değere ilişkin temel kavramların bilinmesi gerekmektedir. Literatürde değerle ilgili kullanılan başlıca kavramlar aşağıda verilmiştir:

### **1.4.1. Nominal Değer**

Bir varlığın üzerinde yazan değere nominal değer adı verilmektedir. Hisse senedi, tahvil bono gibi menkul kıymetlerin üzerinde yazılı olan itibari değerdir. Bu kâğıtlar piyasa koşullarına göre özellikle sermaye piyasasında çıkarım sırasında veya bir süre sonra bu değer altında veya üstünde işlem görebilmektedirler.<sup>47</sup>

### **1.4.2. Gerçek Değer**

Bir varlığa ait piyasadaki bilgiler ile belirli bir değerlendirme modeli kullanılarak hesaplanan değere gerçek değer veya olması gereken değer denir. Bir hisse senedinin gerçek değeri, gelecekte hisse başına sağlayacağı getirilerin yada bunun nakit olarak hisse senedi sahibine ödenecek kar payının yatırımcıların beklediği minimum getiri oranı üzerinden bugüne indirgenmesi şeklinde hesaplanmaktadır. Gerçek değer, işletmeye ait varlıklar, işletmenin sağlayacağı nakit akışı, dağıtılan kar payları ve sermaye yapısı unsurlarının belirlediği bir değer olarak karşımıza çıkmakta, şirketin

---

<sup>46</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 35

<sup>47</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 5

gelecekteki performansına ilişkin beklentilerin hisse başına getirilere etkisinin izlenmesine olanak vermektedir.<sup>48</sup>

#### **1.4.3. Defter Değeri**

Bir varlığın defter değeri bilançoda görünen kayıtlı değerdir. Yani finansal tablolarda görünen değerden birikmiş amortisman çıkarılınca o varlığın net defter değeri bulunur. Bir şirketin defter değeri, şirketin toplam varlıklarından toplam borçlarının düşülmesiyle bulunan özsermaye değeridir. Özsermayenin çıkarılmış toplam hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına defter değeri bulunur.<sup>49</sup>

#### **1.4.4. Piyasa Değeri**

Bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyattır. Bu fiyat piyasadaki arz ve talep dengesine göre oluşmaktadır. Hisse senetleri borsalarda işlem gören firmaların piyasa değeri, borsa değeri olarak tanımlanabilir.<sup>50</sup>

Piyasa değeri, alıcının almaya, satıcının ise satmaya istekli oldukları ve hiçbir zorunluluk altında olmadan hareket ettikleri, konu ile ilgili olaylardan her iki tarafında yeterli bilgiye sahip olduğu fiyattır<sup>51</sup>

#### **1.4.5. Makul Piyasa Değeri**

İstekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, alıcı için de, satıcı için de almak ya da satma konusunda hiçbir zorlama olmadan ve iki tarafında konu ile ilgili gerçekler üzerine bilgisinin bulunduğu bir şekilde el değiştiren mülkün fiyatıdır. Makul piyasa değerinin tanımı, piyasa değeri tanımıyla benzerlik göstermektedir fakat makul piyasa değeri, değerlemesinde, adli değerlemelerde ve varsayımsal vergi hesaplamalarında kullanılmaktadır. Ancak, tam rekabet koşulları altında makul değer kesin bir şekilde piyasa değerine eşit olmaktadır.<sup>52</sup>

---

<sup>48</sup> KARAVARDAR, Alper, “**Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama**” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003, s. 25

<sup>49</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 13

<sup>50</sup> HATİPOĞLU, Mercan, “**Firma Değerlemesi Ve İmkb’de Enerji Sektöründe Uygulaması**” Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Çankırı, 2011, s.3

<sup>51</sup> KARAVARDAR, Alper, a.e., s. 25

<sup>52</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 12

#### **1.4.6. İşleyen Teşebbüs Değeri**

İşleyen teşebbüs değeri, bir şirketin faaliyetlerini sürdürürken satılması durumunda bulunacak değerdir.<sup>53</sup> Bu değer, bir şirketin maddi varlıkları ve patent değeri, marka değeri, şerefiye değeri ve müşteri listeleri gibi maddi olmayan varlıklarını da kapsar. İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken tüm varlıkların cari piyasa değerinden toplam borçlar düşülür. Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer sözkonusu iken, işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların yani maddi ve maddi olmayan varlıkların cari piyasa değeri temel alınır.

#### **1.4.7. Varlık Değeri**

Varlık değeri, bir şirketin varlıklarının toplam değerini gösterir.<sup>54</sup>

#### **1.4.8. Şerefiye Değeri**

Şerefiye tanımlanamayan, elle tutulamayan fakat bir şirketin ekonomik değerini kısmen temsil eden soyut kavramları içermektedir. Bunlar çalışanların bilgi birikimi, eğitimsel nitelikleri, şirket itibarı, müşteri sadakati, şirketin pazar payı ve dağıtım kanalları gibi varlıklardan oluşmaktadır.

Şerefiye, kazanılmış net varlıkların gerçeğe uygun piyasa değerini aşan satın alma fiyatı gerçekleştiğinde, bir işletme devir alındığında sadece muhasebe kayıtlarına aktarılır. Şirket hisselerinin iktisap edilmesi durumunda, mevcut varlıkların ve borçların gerçeğe uygun değerinin defter değerini aşması, konsolide edilmiş bilançoda şerefiye olarak gösterilmelidir.<sup>55</sup>

Şerefiyeden söz edebilmek için, bir şirketin bütün olarak değerinin, şirketin net varlıklarının toplam değerinden yani defter değerinden daha büyük olması gerekmektedir. Birleşme ve satınalma bakış açısından şerefiye değeri elde edilen şirket için ödenen fiyat ile elde edilen varlıklardan borçların çıkarılmasıyla hesaplanan net makul değer arasındaki fark olarak hesaplanabilir.

---

<sup>53</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat, Aytürk, Yusuf, “Şirket Değerleme Yaklaşımları”, Nobel, Ankara, 2011, s. 4

<sup>54</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 22

<sup>55</sup> AKGÜN, Ali İhsan, Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında Şerefiye ve Gerçeğe Uygun Değer İlişkisi C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 12, Sayı 2, 2011, s. 45

### 1.4.9. Hurda Değer

Bir varlığın hizmet süresi sonucunda satış fiyatından tahmini elden çıkarma giderleri düşüldükten sonra, işletmenin bu varlıktan elde etmeyi beklediği net tutardır.<sup>56</sup>

### 1.5. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Şirket değerini etkileyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir:<sup>57</sup>

- Şirketin faaliyette bulunduğu sektör ve ekonominin genel durumu ile sektöre giriş koşulları,
- Hammadde ile mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- Şirketin faaliyette kullandığı makine ve teçhizatın niteliği,
- Kullanılan teknoloji ve araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Şirketin büyüklüğü, şerefîyesi, kuruluş yeri, geçmişi,
- Şirketin varlık ve sermaye yapısı ile likidite yaratma gücü,
- Şirketin geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
- Yatırımların ekonomik ömrü ve hurda değeri,
- Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- Pazar payı, varsa tekel haklarının gelecekteki durumu
- Şirketin gerçekleştireceği yatırım projeleri ve bu yatırımlardan elde edilecek nakit akımları.

Sayılan faktörler şirketin karlılığını ve risk derecesini etkileyerek şirketin piyasa değerini belirlemektedir. Bu faktörlerin analiz ve değerlendirilmesinde, değerlendirme uzmanının tecrübe e becerisi de varılan sonuçta etkili olmaktadır. Değerlemede teorik bilgi yanında tecrübenin de önemi büyüktür. Başarılı bir değerlendirme için maharet ve tecrübe ile teorinin iyi bir bileşiminin oluşturulması gerekmektedir.

### 1.6. Değerlemede Risk

Genel anlamda risk, gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, zarara uğrama şansı ya da arzu edilmeyen bir olay veya etkisinin ortaya çıkma olasılığıdır. Finansal açıdan risk ise, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır.

---

<sup>56</sup> HATIPOĞLU, a.g.e., s. 5

<sup>57</sup> KARAVARDAR, a.g.e., s. 37



Belirli bir faaliyette ya da olayın sonucu hakkında emin olamadığımız ve böylece gelecekte ne olacağını tam olarak tahmin edemediğimiz durumlarda risk ortaya çıkmaktadır.<sup>58</sup>

Risk ve getiri yatırım kararını belirleyen iki önemli faktördür. Bu nedenle, yatırımcılar, yapacakları yatırımlarla ilgili olarak beklenen getiriler kadar risk üzerinde de durmak zorundadırlar. Risk ve getiri arasında doğrusal bir ilişki vardır. Yani, bir yatırımın riski arttıkça getirisi de artar. Ayrıca yatırımın vadesi ile risk arasında da doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Vade uzadıkça risk de artmaktadır. Yatırımcılar, genellikle muhtemel kayıpları risk olarak görürken, potansiyel kazançları risk olarak değerlendirmemektedirler.

Gerçekte risk, belirli bir faaliyet ya da olayın sonucu hakkında emin olamadığımız ve böylece gelecekte ne olacağını tam anlamıyla kestiremediğimiz zaman ortaya çıkmaktadır. Böylece risk, daha farklı bir gerçek getiriye elde etme olasılığı olarak tanımlanabilmektedir.

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.<sup>59</sup>

Finans teorisinde risk, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki bölüme ayrılarak incelenmektedir.

### **1.6.1. Sistemik Risk**

Sistemik risk; ekonomik, politik ve sosyal durum ile benzeri çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanıp bütün şirketleri aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen risklerdir. Yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile değiştirilememekte ve ortadan kaldırılamamaktadır. Başlıca sistemik risk kaynakları; enflasyon, faiz oranı ve piyasa riskidir.<sup>60</sup>

Faiz oranı riski, yatırımcıların piyasa faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak önceki faiz oranlarından ihraç edilmiş finansal varlıkları üzerinden elde edecekleri getirilerindeki aşınmayı ifade eder. Bu değişimler finansal varlıkların fiyatları ile

---

<sup>58</sup> GÜLER, a.g.e., s. 12

<sup>59</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 30

<sup>60</sup> GÜLER, a.e., s. 12

verimlerini etkilemekte olup yatırımcılar bu riski azaltabilmek için devlet tahvili, hazine bonusu gibi sabit getirili finansal varlıklara yatırım yaparlar.<sup>61</sup>

Satın alma gücü olarak da bilinen enflasyon riskinde, fiyatlar genel düzeyindeki yükselmeden ötürü paranın satınalma gücündeki düşüş, finansal varlık yatırımlarının karlılığını etkilemektedir. Satın alma gücü riski, yatırımcının enflasyon nedeniyle karşılaştığı getiri değişkenliğini ifade ederken yatırımcılar enflasyonu ölçmede tüketici fiyat endeksi gibi değişik fiyat göstergeleri kullanmaktadırlar.

Piyasa riski ekonomik durgunluk, tüketim tutum ve eğilimlerinde uzun dönemli negatif gelişmeler vb. faktörlerle ortaya çıkmaktadır. Ayrıca psikolojik nedenlerle ortaya çıkan fiyat dalgalanmaları bütün yatırım araçlarını etkileyebilmektedir.<sup>62</sup>

### **1.6.2. Sistemik Olmayan Risk**

Sistemik olmayan risk, ilgili şirkete veya şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ait riskler olup, kaçınılmaz riski ifade eder. İşletme yönetiminin yapmış olduğu hatalar, grevler, teknolojik ve finansal gelişmeler, sektörel kısıtlamalar, tüketici tercihindeki değişimler, finansal varlığın getirisi üzerinde dalgalanmalara yol açabilir. Bu riskler şirketler arasında farklılık göstermektedir. Başlıca sistemik olmayan risk kaynakları ise; finansal, faaliyet, yönetim ve sektör riskidir.

Sektör riski sektörü oluşturan ürün ve şirketleri etkileyen olayların bir yatırımın toplam getiri değişkenliği içindeki payı olarak ifade edilebilmektedir. Sektörün yaşam seyriindeki aşamalar sektörde üretilen ürünlerle koyulan uluslararası gümrük ve kotalar, ürün ya da sektör ile ilişkili vergiler, çevresel kısıtlar, hammadde ve ara madde bulunulabilirliği gibi faktörler bir sektördeki bütün şirketleri karşılıklı ve eş zamanlı olarak etkileyebilmektedir.

Yönetim riski, genellikle yöneticilerin hatalarından kaynaklanmaktadır. Şirket tepe yönetiminin performansın, almış oldukları kararların kalite ve başarısının göstergesidir.

Yanlış pazarlama büyüme üretim vb. nitelikteki stratejiler işletmenin değerini etkileyecektir.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> KARAVARDAR, a.g.e., s. 101

<sup>62</sup> GÜRBÜZ, a.g.e., s. 27

<sup>63</sup> KARAVARDAR, a.g.e., s. 90

## 1.7. Şirketlerde Büyüme Dönemleri

Canlı organizmalar olarak gördüğümüz şirketler de bir dizi gelişme evresinden geçerler. Bu evreleri kısaca kuruluş, gelişme, olgunlaşma ve düşüş olarak sınıflandırmak mümkündür. İşletmenin değerinin tespitinde gelecek yıllara ilişkin olarak yapılan projeksiyonların daha sağlıklı yapılabilmesi için anılan dönemlerde işletmenin sağlayacağı büyümenin tahmin edilmesi gerekmektedir.<sup>64</sup>

Firmanın büyümesi endüstrinin büyümesiyle doğru orantılıdır. Genel olarak Gari Safi Milli Hasılda meydana gelen büyümeler ile endüstrideki büyümeler de birbirine bağlıdır. Doğal olarak firmanın içinde yer aldığı endüstride meydana gelen olumlu gelişmeler firma değerini yükseltici etki görülecektir.<sup>65</sup>

Şirketler için kurulum aşamasında gerekli olan yatırım özsermaye ve borçlardan sağlanmaktadır. Ortaya çıkacak ürün ya da hizmetin hazır piyasa bulunsa dahi başarılı olup olmayacağı ilk aşamada bilinmemektedir. Bununla birlikte yeni kurulan iş genellikle daha fazla sermayeye gereksinim duyacaktır. Burada risk yapılan yatırımların yerini bulmaması nedeniyle şirketin piyasada etkin olamaması ve hatta piyasadan silinmesi ve yapılan tüm yatırımları da beraberinde yok etmesidir. Optimum düzeyin altında ölçeğe sahip yeni şirketlerin ilk dönemlerinde başarısız olma riskleri çok yüksektir. Genç şirketler olgun şirketlere göre daha fazla tüketim eğilimindedirler. Şirketin değeri halen geleceğe ilişkin potansiyele bağlı olarak hesaplanabilmektedir. Yatırımcıları bu şirkete yatırım yapmaya iten güç şirketin gelecekteki büyüme potansiyeline dayanmaktadır. Bu şekildeki bir şirket için değerlendirme yapmak risklidir. Zira girdilerin tahmin edilmesi gerekmektedir ve bu girdiler fazla sayıda hata barındırmaktadır. Genellikle geleceğe ilişkin büyüme tahminleri, yöneticilerin yetkilerinin ve onların gelecek vadeden bir fikri, bir ticari başarıya dönüştürebilme kapasitelerine bağlıdır.

---

<sup>64</sup> KARAVARDAR, a.e., s. 90

<sup>65</sup> ARKAN, Ferhat “**Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma**” T.C. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Konya, 2010, s. 68

İşletmelerin büyüme hızları yine işletmelerin kapasite ve sektörel hacimle yakından ilgili olup, işletmelerin büyüme kapasiteleri işletmenin büyüklüğünün artmasına müteakip azalmaktadır.<sup>66</sup>

Şirketlerin kuruluş aşamasından sonra gelen büyüme süreci, şirketler üretim hacmini artırdıkça yeni yönetim ve örgütsel becerileri gerektirmektedir. Şirketlerin genişleme aşamasında rekabet artmakta, ürün (hizmet) fiyatları düşmekte ve sektör karlılıkları yükselmektedir. Büyüme aşamasındaki şirketleri değerlemek, kuruluş aşamasındaki şirketleri değerlemekten daha kolaydır. Ürünler ve hizmetlere ilişkin piyasalar daha açık belirlenmiştir ve cari finansal durumlar, gelecekteki karlılığa ilişkin daha net bazı ipuçları sunmaktadır. Ama hala değerlemeye ilişkin bazı belirsizlikler devam etmektedir. Örneğin, şirketin gelir büyümesinin ne kadar iyi olduğu, gelirlerinin büyürken zaman içinde kar paylarının nasıl şekil değiştireceğine karar vermek, gelir büyümesini sürdürebilmek için yapılan yatırımların getirileri üzerine mantıklı varsayımlar yapabilmek, zaman içerisinde gelir büyümesi ve kar payları değişirken şirketin riskinin de gelecekte nasıl şekil değiştireceğini tahmin etme son olarak da büyüyen şirketlerde öz sermaye değerlendirirken şirket çalışanlarına zaman içinde verme ihtimali olan primler ve bu primlerin hisse başına değer üzerindeki etkisiyle karşılaşmaktır.

Yüksek büyüme gösteren şirketleri değerlendirme yüksek belirsizliğe sahip şirketleri değerlendirme anlamına gelmektedir. Bu aşamada şirketin gelirleri hızla büyümekle birlikte kazançlar gelirlerin biraz gerisinde kalma eğilimi taşıdığından büyümeyi aynı hızda yüksek tutabilmek için şirkete dışarıdan sermaye girişi sağlayabilmek önem taşımaktadır. Ancak risk profilleri yüksek olan genç şirketler için zordur. Söz konusu aşamada şirketin sunduğu tarihi veriler onun gelecek beklentisi adına sınırlı bir açıklayıcılığa sahip olacaktır. Bu nedenle bu şirketleri değerlendirirken işe geçmişle değil gelecek beklentilerini göz önüne alarak başlamak daha uygun olmaktadır.

Değerlemesi yapılacak şirketin içinde bulunduğu sektörün, üretilen mal veya hizmetin bunlarla bağlantılı olarak firmanın, yaşam döngüsünün neresinde olduğunun tespiti gereklidir. Nakit akımları için tahminde bulunurken nakit akımlarında sabit bir büyüme

---

<sup>66</sup> KARAVARDAR, a.g.e., s. 91

oranı ortaya konulabilmesi için şirketin yaşam döngüsünün olgunlaşma devri olarak kabul edilen dönem içinde yer alması gerekmektedir.<sup>67</sup>

Olgun bir şirketin büyüme beklentileri gelişen ve küçük şirketlere oranla daha kesin ve nettir. Çünkü belirsizlik burada çok daha düşüktür. Bu evrede bir şirketin değerinin büyük bir bölümü varolan yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Gelir büyümesi istikrarlıdır ve kar payları bir kalıba oturmuştur. Bu durum kazançları ve nakit akımlarını tahmin etmeyi kolaylaştırmaktadır. Böyle şirketlerde tahmin kolaylaşmakla birlikte analistin potansiyel riskleri göz ardı etmemesi gerekmektedir. Bu potansiyel sorunların ilki operasyon sonuçlarının şirketin varolan varlıklarını ne kadar faydalı kıldığını yansıtmasıdır. İkinci sorun olgun şirketlerin zaman zaman yeniden büyüme potansiyeli yaratmak için devralmalara yönelmeleridir. Devralmaların çapını ve sonucunu öngörmek, şirketin iç yatırımlarını tahmin etmekten daha güçtür. Üçüncü sorun olgun şirketlerin değerlerini arttırmak için daha fazla yeniden finansal yapılanmaya eğilim göstermeleridir. Şirketlerin büyümeleri durağanlaşmaya başladıkça iki durumla karşılaşmaktadırlar. İlk durum kazançlar ve nakit akımlarının geçmiş yatırımları yansıtarak hızla artmaya devam etmesi, ikinci durum ise yeni projelere yatırım yapma gereksiniminin azalmasıdır. Varolan varlıklar, şirketin değerine beklenen büyümeye göre daha çok katkı yapar ve değerlendirme girdileri istikrarlıdır.

Durgunluk döneminde ise şirketler, kendilerini verimsiz kılan ve dışsal çevredeki değişimlere yeterince ayak uyduramayan durağan bir yapıya sahiptirler. Bu şirketler kendi piyasalarında köşelerine çekilirler ve daha az karlı hale gelirler ve gelecek tahminleri de aynı şekilde daha düşük getiri beklentilerinden oluşmaktadır. Bu şartlar altında bu şirketler, değerlerini tamamıyla varolan varlıklardan sağlarlar ve bu değerinde zaman içerisinde daralması beklenir. Bu evredeki şirketlerin gelirleri işleri olgunlaştıkça düşmekte ve yeni rakipleri onları ele geçirmektedir. Varolan yatırımlar nakit akımı sağlamaya devam etse de bu düşen bir hızda gerçekleşmektedir ve şirketin yeni yatırımlara gereksinimi azdır. Bu tür şirketlerin karşılaştıkları sorunlar yanlış yönetimin veya aşırı risk almanın sonucu olabileceği gibi, sözkonusu şirketlerin uzun süredir sorunları olan veya değişmekte olan Pazar koşullarına kendilerini adapte edemeyen şirketler oldukları görülmektedir. Düşüş aşamasında olan bu şirketleri

---

<sup>67</sup> KARAVARDAR, a.g.e., s. 93

değerlemek zaman içerisinde elden çıkarılacak varlıklar ve şirkette bırakılacak varlıkların karlılığı hakkında yargıda bulunmayı gerektirir. Elden çıkarılacak bu varlıklardan elde edilecek nakdin nasıl kullanılacağı şirkete ilişkin değeri etkiler. Düşüş evresindeki şirketlerin sahip oldukları borç yükümlülükleri de sıkıntı kaynağı olabilmektedir.<sup>68</sup>

Şirketlerin büyüklüğü ve ekonomik faaliyetlerin sektörlere göre etkisinin değişkenlik göstermesi büyüme oranlarını etkiler. Şirketin büyüklükleri arttıkça büyüme oranları düşer. Şirketler belli büyüklüklere ulaştıktan sonra büyüme oranlarında bir düşüş olması son derece normaldir.<sup>69</sup>

---

<sup>68</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 55

<sup>69</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 73

**Tablo 2: Çeşitli Dönemlerde Şirketlere İlişkin Bazı Göstergeler**

	<b>BAŞLANGIÇ DÖNEMİ</b>	<b>BÜYÜME DÖNEMİ</b>	<b>OLGUNLUK DÖNEMİ</b>	<b>DURGUNLUK/DARALMA DÖNEMİ</b>
İş Riski	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
Finansal Risk	Çok Düşük	Düşük	Orta	Yüksek
Fon Kaynağı	Risk Sermayesi	Yatırımcılar	Kazancın bir kısmı ve borç	Borçlanma
Temettü Politikası	Ödeme yok	Normal Ödeme	Yüksek Ödeme var	Düşük Ödeme
Büyüme Potansiyeli	Çok Yüksek	Yüksek	Orta/Düşük	Negatif
Fiyat/Kazanç Oranı	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
Cari Karlılığı	Normal veya negatif	Düşük	Yüksek	Düşük ve düşmektedir
Hisse Fiyatı	Hızlı artar ama çok esnektir	Artar ama esnektir	Sabittir ve esnek değildir	Düşmekte ve esnekliği artmaktadır
Rekabetçi sayısı	Tahmin edilemez	Maksimum seviyededir	Yerleşmiş üreticiler vardır	Yeni giriş olası değildir
Sektöre Giriş	Kolaydır	Çok zordur	Zordur, piyasa liderleri yerleşmiştir	Giriş cazip değildir
Ekonomik konjektürden Etkilenme	Çok yüksek	Yüksek	Çok düşük	Normal
Teknoloji	Önemli bir faktördür	Üretim teknolojisi daha önemlidir	Önemlidir	Bilinmekte, Durağan ve ulaşılabilir

*Kaynak: KARAVARDAR, Alper, “Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003*

## 2. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Değerleme yaklaşımlarının temelini oluşturan önemli unsurlardan biri piyasaların etkin olup olmadığıdır. Etkin olan bir piyasada piyasa fiyatı değer en iyi tahmin aracıdır. Herhangi bir değerlendirme yaklaşımının amacı bu değer doğrulanmasıdır. Piyasada hangi varlıkların eksik ya da aşırı değerli olduklarına ilişkin yatırım kararlarının verilmesinde iki dayanak söz konusudur. Birincisi, piyasaların etkin olmadığı ve değerlendirmeyle ilgili hesaplamalarda yanlışlar yapıldığı algısıdır. İkincisi ise bu etkisizlik ve yanlışlığın nasıl ve ne zaman düzeltileceği ile ilgili varsayımdır.<sup>70</sup>

Finans literatüründe ve uygulamada çok basit yöntemlerden başlayıp oldukça karmaşık yöntemlere kadar birçok değerlendirme modeli ve yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemler çok farklı varsayımlara dayanmakla beraber yöntemlerden bazıları birtakım ortak özellikler taşımakta ve bir arada sınıflandırılabilirlerdir. Birtakım ortak özellikler taşıyan değerlendirme yöntemlerinin bir arada sınıflandırılmasıyla birlikte daha geniş bir kavram olan değerlendirme yaklaşımı ortaya çıkmaktadır. Literatürde değerlendirme yaklaşımları temelde üç şekilde sınıflandırılabilirlerdir.<sup>71</sup>

Bunlardan ilki Varlık Temelli Değerleme yaklaşımıdır. Bu yaklaşımı savunanlar, varlık ya da kaynakların defter değerine dayanan, muhasebe temelli bir şirket değeri tahmininin, geleceğe yönelik şüpheli varsayımlara dayanan değerlendirme modellerine oranla daha doğru sonuçlar verdiğini ileri sürmektedirler.

İkinci yaklaşım Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımıdır. Bu yaklaşım, bir şirketin ancak gelir yarattığı sürece değer yaratabileceğini savunmaktadırlar. Bu nedenle bir şirketin bugünkü değerini, o şirketin gelecek yıllarda yaratacağı nakit akımlarının şimdiki değeri belirlemektedir.

Üçüncü yaklaşıma göre ise, göreceli değerlemedir. Bir varlığın değerine, o varlık ile karşılaştırılabilir olan varlıkların kazançları, nakit akımları, defter değeri ya da satışları gibi ortak değişkenler aracılığı ile bakarak tahmin etmektedir.

---

<sup>70</sup> GÜLER, a.g.e., s. 20

<sup>71</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 81



Bu üç temel yaklaşımın yanısıra dördüncü bir alternatif yaklaşım olarak koşullu hak değerlemesinden bahsedilebilir. Bu yaklaşım, nakit akımları ileriki bir zamanda meydana gelecek bir olaya bağlı olan varlıkların değerlemesini yapmaktadır. Bir varlığa ilişkin nakit akımları bir olayın gerçekleşmesi ya da gerçekleşmemesine bağlı ise, varlık değerinin tahmini bazı durumlarda nakit akımlarının bugünkü değerinden daha yüksek olabilmektedir. Bu değerlendirme yaklaşımının tipik örnekleri, yeni bir ürünün geliştirilmesi gibi yüksek risk ve belirsizlik içeren mal ya da hizmetlerdir.

Değerleme yaklaşımı, bir veya daha fazla değerlendirme yöntemi kullanarak değer belirlemenin yolu iken, değerlendirme yöntemi bir yaklaşım içinde değerlendirme yoludur. Değerleme prosedürü ise değerlendirme yönteminin adımlarının uygulamasıdır.<sup>72</sup>

Teorik olarak uygulanan birçok değerlendirme yönteminin pratik uygulaması kolay olmamakla beraber, geleceğe yönelik de bir çok varsayım içermektedir. Geleceğe yönelik yapılan bu varsayımlar ne kadar gerçeğe yakın olursa şirketin değeri de o derece doğru hesaplanmış olur.<sup>73</sup>

Her bir değerlemede, değerlemeye konu olan şirketin durumu, özellikleri, sektörü gibi çeşitli değişkenler ile şirkete ilişkin bilinen verilerin hangileri olduğu doğrultusunda, o şirketin değerini en doğru biçimde ölçebilecek olan yaklaşımın tercih edilmesi gerekmektedir. Ayrıca yaklaşım belirlenirken değerlemenin hangi amaç için yapılacağı da gözönünde bulundurulmalıdır.

---

<sup>72</sup> GÜLER, a.g.e., s. 20

<sup>73</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 77

## Şekil 1: Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yöntemleri <sup>74</sup>

	Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımı	Piyasa Değeri Yaklaşımı	Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımı
<b>Temel Prensipler</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Bir şirketin değeri, sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşur</li><li>-Bir şirketin hisse değeri, varlıklarının net defter değeridir.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Karşılaştırılabilir şirketlerin piyasalarda oluşmuş hisse senedi fiyatları, bir şirketin değerinin göstergesidir.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Bir şirketin değeri, gelecek yıllarda şirketin yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır.</li><li>-Bu nakit akımları, şirketin büyüme potansiyeli ve taşıdığı risk gibi</li></ul>
<b>Değerleme Yöntemleri</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>-Net Defter Değeri</li><li>-Tasfiye Değeri</li><li>-Net Aktif Değeri</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Fiyat/Kazanç Oranı</li><li>- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı</li><li>- Fiyat/Nakit Akımı Oranı</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi</li><li>a) Şirket Değeri<ul style="list-style-type: none"><li>-Standart Şirket Değeri</li><li>-Düzeltilmiş Şirket Değeri</li></ul></li><li>b) Özsermaye Değeri<ul style="list-style-type: none"><li>-İndirgenmiş</li></ul></li></ul>

### 2.1. Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımı

Bu yaklaşım adından da anlaşılacağı üzere bir şirketin değerini o şirketin varlıklarının değerlerini tahmin ederek elde eden, genel olarak şirketlerin bilançolarındaki tarihi verilere dayanan geleneksel değerlendirme yöntemlerini içerir. Bu modele göre bir şirketin değeri sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Varlık temelli

<sup>74</sup> CHAMBERS, Nurgül, "Firma Değerlemesi", Avcıol Basım Yayın, 2005

değerleme yöntemleri şirketin muhasebe kayıtlarına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda şirketin değerinin bilançodaki rakamlardan belli olduğuna inanılmaktadır. Bu yaklaşım şirket değerini statik bir bakış açısından oluşturduğu için değerlendirme yapılan şirketin ne gelecekteki muhtemel gelişimini, ne gelecekte sağlaması beklenen nakit akımlarını, ne paranın zaman değerini, ne sektörün içinde bulunduğu durumu, ne insan kaynaklarını, kısacası şirketlerin mali tablolarına yansımaya değer faktörleri dikkate almamaktadır.<sup>75</sup> Bu yaklaşımda şirketin değeri bilançodan belli olduğundan şerefiye ve benzeri varlıklar bu değerlendirme yaklaşımında hesaplamaya dâhil edilmemektedir. Bu nedenle işleyen teşebbüs bağlamında değerlendirme yapılan şirketin elde edilen değeri düşük çıkabilmektedir.

Bir varlığın değeri; söz konusu varlığın mal veya hizmet üretme kapasitesinin yenilenmesi için gerekli olan bedele eşittir. Aktif yaklaşımında, değeri tespit edilecek varlığın yenileme değeri ya da yeniden yapma değerinin belirlenmesinden sonra varlığın fiziki, ekonomik ve fonksiyonel olarak kaybettiği değeri ölçülmektedir.<sup>76</sup>

Devam eden bir işletme için sadece mevcut yapılmış olan yatırımlar değil, aynı zamanda gelecekte yapılması beklenen yatırımlar ile bunların karlılığı da önemlidir. Büyüme fırsatları olan şirketler için varlık temelli değerlemeler düşük değerlemelere sebep olur.<sup>77</sup>

Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı yüksek uzmanlık gerektiren konularda elverişli bir yöntemdir. Örneğin, dökümhane, rezervuar, çelik fabrikası, kömür madeni gereçleri, enerji, nükleer reaktör ve elektrik tesisleri için kullanışlı bir yöntem olarak kabul edilmektedir.<sup>78</sup>

### **2.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı**

Bu yaklaşımda şirketin değerinin, net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır. Bir şirketin defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam borçlar ile toplam varlıklar arasındaki farktır. Aynı zamanda belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe

---

<sup>75</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 120

<sup>76</sup> GÜLER, a.g.e., s. 29

<sup>77</sup> ÖZTÜRK, a.e., s. 79

<sup>78</sup> GÜLER, a.e., s. 30

kayıtlarına göre belirlenmiş değeri olduğundan, bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Şu şekilde formüle edilebilir.<sup>79</sup>

Defter Değeri= Toplam Varlıklar – Toplam Borçlar

Özsermayenin çıkarılmış hisse senedi sayısına bölünmesiyle hisse başına defter değeri bulunur. Normal şartlarda hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinin üzerinde olması beklenir. Eğer bir hisse senedi defter değerinin altında işlem görüyorsa sözkonusu senedin düşük değerlendirilmiş olduğu kanısı oluşur.<sup>80</sup>

Defter değerinin piyasa değerleri ile çok fazla uyum sağlamadığı gözlenmektedir. Defter değeri muhasebe ölçütleri ile hareket ederken, piyasa değeri, piyasa ölçütleri ile hareket etmektedir.

Şirketlerin değeri maddi ve maddi olmayan varlıklardan oluşmaktadır. Daha önceleri şirketlerin değerini büyük ölçüde maddi varlıklar belirlerken, günümüzde bu belirleyicilik maddi olmayan ve entelektüel varlıklara doğru kaymaktadır. Yüksek şirket değeri oluşturabilmiş şirketler incelendiğinde bu değer büyük bir kısmının markadan kaynaklandığı, hemen arkasından teknoloji, bilgi birikimi ve ürünlerinin rakiplerine göre üstünlüğü kriterlerinin geldiği görülmektedir. Maddi olmayan duran varlıklar arasında patentler, haklar, şerefiye, yazılım programları, Ar&ge maliyetleri, müşteri ve tedarikçilerle kurulmuş ilişkileri Pazar payı ve pazarlama hakları gibi kalemler yer almaktadır. Oysa bu unsurların çoğu ölçülüp finansal tablolara aktarılamamaktadır. Dolayısıyla şirketin bu şekilde değerlemesi tam bir başarıyla gerçekleştirilmiş olamamaktadır. Defter değeri aşağıdaki durumlarda sağlıklı sonuçlar verebilir:

- Yeni kurulmuş şirketlerde,
- Gelecek ile ilgili belirsizliğin çok yüksek olmasından dolayı gelecek yıllarda beklenen nakit akımlarına dayalı yöntemlerin oldukça spekülatif bir hal aldığı durumlarda,
- Kârları dengesiz olan şirketlerde,
- Bankalar gibi varlıklarının önemli bir bölümü parasal varlıklar olan finansal kurumlarda.

---

<sup>79</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 79

<sup>80</sup> GÜLER, a.g.e., s. 32

Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı defter değeri yaklaşımının şirket değerlemesinde kullanılabilmesi, varlık ve yükümlülüklerin gerçeğe uygun değerlerini yansıtacak şekilde düzeltilmelerine bağlı kalmaktadır. Her ne kadar TFRS nin uygulanması defter değeri yaklaşımında gerekli olan düzeltme ihtiyacını ortadan kaldırsa da bu yöntem her şirket için uygun değildir. Bunun temel nedenleri; muhasebe uygulamalarında oluşabilecek serbestlikler ve maddi olmayan varlıkların değerinin finansal tablolara tam olarak yansıtılmamasıdır.

Defter Değeri Yönteminde dikkat edilmesi gereken bazı hususlar şunlardır:

- Bu yöntem şirketler arasında çeşitlilik gösteren muhasebe uygulamalarına dayanmaktadır.
- Marka ismi, patent, know-how, yönetim yetkinliği gibi maddi olmayan varlıkları kapsamamaktadır.
- Enflasyona bağlı olarak gelişen fiyat artmalarını göz ardı edebilir.
- Defter değeri geçmişe yöneliktir, şirketin operasyona ilişkin pozitif ya da negatif beklentilerini ihmal ederek piyasa değerini yansıtmamaktadır.

### **2.1.2. Net Varlık Değeri**

Net aktif değer, firmanın aktiflerinin piyasa değeri toplamından pasiflerinin piyasa değerinin toplamının çıkarılması sonucu kalan değerdir.<sup>81</sup>

Bir şirketin net varlık değeri, aynı zamanda o şirketin varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek gelirlerden, yapılan giderlerin yani mevcut borçlarının çıkarılması ile oluşmaktadır. Söz konusu yaklaşım, uyarlanmış defter değeri olarak da isimlendirilmektedir. Net varlık değerinde bilançoda kaydedilen maddi ve maddi olmayan duran bütün varlıklar yeniden piyasa değerlerine göre uyarlanmalıdır. Bu yapıldıktan sonra borçların piyasa değeri bulunup, varlıkların piyasa değerlerinden çıkarılması ile şirketin net varlık değeri bulunur.<sup>82</sup>

Net varlık değerini savunanlar, bir şirketin satın alınmasıyla, satın alınan şirketin gelecekteki kazançlarını satın almadığını, şirketin geçmişte elde ettiği kazançların gelecekte de elde edileceğinin bir güvencesi olmadığını iddia ederler. Bu yüzden de varlıkların net aktif değerlerinin önemli olduğunu ve değerlemede bu değer dikkate

---

<sup>81</sup> GÜLER, a.g.e., s. 30

<sup>82</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 66

alınması gerektiğini düşünmektedirler.<sup>83</sup> Fakat bu yöntemin uygulanması kolay değildir. Çünkü aktiflerin piyasa değerlerini belirlemek güçtür. Bir şirketin varlıklarının piyasa değeri olarak kullanılabilen nesnel ölçütlerin bulunmadığı durumlarda yöntemin sonuçları sübjektif kalmak zorundadır.<sup>84</sup>

Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve oluşturacağı değeri dikkate almamaktadır. İşletmenin muhtemel tasfiye değerine veya yenileme değerine yaklaşarak, şirketin minimum değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.<sup>85</sup>

Net varlık yöntemi genellikle indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme yönteminin sağlıklı sonuçlar alınamayacağına inanılan, şirketin çok değerli maddi ya da maddi olmayan varlıklara sahip olduğu durumlarda uygulanmaktadır. Yine şirketin faaliyetine son vereceği ve aktiflerinin değerlendirileceği durumlar için de uygun bir yöntemdir. Özellikle değerli iştirak ve bağlı ortaklıklara sahip banka ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.<sup>86</sup>

### **2.1.3. Tasfiye Değeri**

Tasfiye değeri, şirketin tasfiyesi durumunda yani varlıkları satılıp borçları ödendikten sonra kalan değerdir. Tasfiye durumunda, şirket varlıklarının belli bir süre içerisinde nakde çevrilmesi zorunluluğu ve satışların hızlı şekilde gerçekleştirilmesi gerekliliği, şirket varlıklarının piyasa değerinden daha düşük seviyelerde elden çıkarılmasına yol açmaktadır. Yine tasfiye değeri hesaplanırken, şirkete, faaliyetine devam eden şirketlere eklenen işletmenin işleyen değeri eklenmemektedir. Bu yüzden tasfiye değeri, bir şirketin olabilecek minimum değeridir.

Tasfiye veya likidasyon değeri, şirketin tüm varlığının zorunlu olarak satılıp, borçlarının çıkarılmasıyla bulunan değer, hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedinin tasfiye değerini, nominal değerden farklı kılan en önemli etken, işletme varlıklarının piyasa değerlerinin defter değerlerinden farklı olmasıdır.<sup>87</sup>

---

<sup>83</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 189

<sup>84</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 82

<sup>85</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 66

<sup>86</sup> YALÇIN, a.e.

<sup>87</sup> ARKAN, a.g.e., s. 48

Tasfiye değeri ancak gelecekte kar elde etmesi olarak dışı ve sosyal faydası da bulunmayan firmalar için hesaplandığında anlam taşıyabilir.<sup>88</sup>

Çoğunlukla tasfiye değeri sıfır olur ve özkaynak sahiplerine bir şey kalmaz hatta borçlar tamamen ödenemeyebilir. Bir nevi piyasa fiyatına göre değerlemedir ancak çoğunlukla değer negatif çıkar.

Ancak tasfiye değerinin zaman zaman bir şirketin defter değerinden yüksek olduğu da görülebilmektedir. Bunun nedeni defter değerinde varlıkların tarihi maliyetleri dikkate alınırken, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değerlerinin dikkate alınmasıdır.

Tasfiye değerinde dikkat edilmesi gereken bazı hususlar şunlardır:

- Bu yöntemde görüş birliği ile bir değere ulaşmak zordur. Tasfiye yönteminde kişilerin çıkarları nedeniyle genellikle yüksek değerlendirme eğilimi vardır.
- Bu yöntemde en önemli unsur şirketin nasıl değerlendirileceğidir. Şirketin gruplara, bölümlere, üretim hatlarına ya da makine bazında bölünerek değerlendirilmesi değerlendirme sonucunu değiştirecektir.
- Varlıkların yaşı değil ancak fiziksel durumları değerlemeyi etkileyecektir.
- Değerli maddi olmayan varlıkları ihmal edebilmektedir.

## **2.2. Gelir Temelli Değer Yaklaşımı**

Şirket değerlemede en yaygın şekilde kullanılan yaklaşım, gelir temelli değerlendirme yaklaşımıdır. Gelir yaklaşımına göre değerlendirme yapan yöntemler, değerlendirilecek şirketi bir yatırım olarak görürler. Bu nedenle bu yaklaşımda şirket değeri, şirketin gelecekte elde etmesi beklenen gelire dayanmaktadır. Varlıklar gelir elde ettikleri sürece değer ifade etmektedirler. Şirketlerin gelecekte elde edecekleri gelir ise onların nakit yaratma kapasitelerine bağlıdır. Bu yaklaşıma göre değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirin bugünkü değeridir.<sup>89</sup> Buna bağlı olarak bir şirketin değeri de, o şirketin gelecek yıllarda yaratacağı nakit akımlarının şimdiki değerine eşit olmaktadır.

Dolayısıyla varlığın piyasa değerinde, diğer bir ifade ile gerçeğe uygun değerinde yaşanan artış, söz konusu varlığın gelecekte daha fazla nakit yaratmasının beklendiği

---

<sup>88</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 186

<sup>89</sup> CHAMBERS, a.e., s. 183

şeklinde yorumlanabilir. Bu bilgi ışığında varlıkların değer (nakit) yaratma kabiliyeti arttıkça varlığın değerlerinin de yükselmesi beklenmektedir.<sup>90</sup>

Gelir temelli değer yaklaşımının ana yöntemi indirgenmiş nakit akımlarıdır. İndirgenmiş nakit akımları ise başlıca iki yönetime ayrılmaktadır. Bunlar, Özsermayenin Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow to Equity – FCFE) ile Şirketin Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow to Firm – FCFF) yöntemleridir. Bu iki yönetime bir üçüncüsü olarak Uyarlanmış Şimdiki değer (Adjusted Present Value – APV) eklenebilir.<sup>91</sup>

### 2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı

Gelecekteki nakit akımlarını bugüne indirgeyen yaklaşıma İndirgenmiş Nakit Akımı (Discounted Cash Flow – DCF) denilmektedir. Modelin dayandığı temel unsur, tüm şirketin değerinin, şirketin beklenen nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasıyla elde edilebilir olduğudur. Bu yöntemde paranın zaman değerinin dikkate alınmasının yanında, şirketin gelecekte yaratması beklenen nakit akımı, şirketin sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetimi, gelecek planları marka değeri ve entelektüel sermayesi gibi pek çok sayıda değer yaratan bileşenleri de dikkate alarak hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır.<sup>92</sup>

DCF yaklaşımına göre, herhangi bir varlığın değeri, varlığın yarattığı nakit akımı, nakit akımlarının gerçekleşme süresi ve sözkonusu nakit akımlarını bugünkü değere indirgemede kullanılacak risk derecesinden oluşan üç farklı değişkenin fonksiyonudur.

Buna göre yüksek ve öngörülebilir nakit akımları yaratan varlıkların değerleri, düşük ve belirsiz nakit akımları yaratan varlıklardan yüksek olacaktır. DCF değerlemesinde bir

---

<sup>90</sup> KÖSE, Yasemin, GÜRKAN, Serhan, “Diğer Kapsamlı Gelir Kalemleri İle İşletmenin Piyasa Değeri Arasındaki İlişki”, Business & Management Studies: An International Journal Vol.:1 Issue:3 Year: 2013, s. 271

<sup>91</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 73

<sup>92</sup> ALKAN, Gönül İpek, DEMİRELİ, Erhan, “Türkiye de kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 9, Sayı: 2, 2007, s.30



varlığın değeri, onun beklenen nakit akımının şimdiki değerini tahmin etmekle bulunmaktadır.<sup>93</sup>

$$\text{Varlığın Değeri} = \frac{E(CF1)}{(1+r)} + \frac{E(CF2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF3)}{(1+r)^3} \dots \frac{E(CFn)}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CFt}{(1+r)^t}$$

E(CF) = t dönemindeki beklenen nakit akımı

r = tahmin edilen nakit akımının riskini yansıtan indirgeme oranı

n = varlığın yaşam süresi

Firma değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi, firmanın gelecekteki nakit yaratma potansiyeli üzerine kurulmuştur. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde, firma değeri, firmanın gelecekte yaratacağı belirli bir indirgeme oranı ile değerlendirme tarihi itibari ile bugünkü değere indirgenerek bulunmaktadır. İndirgeme oranı, tahmin edilen nakit akımlarının ve piyasanın getiri oranının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkmakta olup; riskli varlıklar ve projeler için daha yüksek, daha az riskli varlıklar ve projeler için ise daha düşük olmaktadır.<sup>94</sup>

Gelecekteki nakit akımları kesin olduğunda, bu nakit akımları risksiz bir oranla ve uygun bir vadeyle indirgenmektedir. Fakat gelecekteki nakit akımlarının belirsiz olduğu durumlarda ise indirgeme çok daha karmaşık bir biçim almaktadır.<sup>95</sup>

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanır.<sup>96</sup>

Bu yöntemde gelecek yıllarda kazanılması beklenen nakit akımları, geçmiş finansal tablolardan yararlanılarak, gelecek için tahmini finansal tablolar oluşturularak tespit edilir. Şirketlerin ömrü sonsuz bile kabul edilse, şirketin gelecekteki nakit akımlarını sonsuza değin tahmin etmek mümkün olmadığından, şirket ile ilgili gelecekteki nakit akımlarının belli bir süre ile sınırlandırılması gerekmektedir. Nakit akımlarının geleceğe yönelik olarak 3 ile 10 yıl arasındaki sürelerde tahmin edilmesi yaygındır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, cari dönemde nakit akımları pozitif olan, gelecek dönemlerdeki nakit akımları kolaylıkla tahmin edilebilen ve uygun iskonto oranının

<sup>93</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 105

<sup>94</sup> KIRLI, Mustafa, "Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi" nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerlerin Belirlenmesi "Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Yıl:2005 Cilt:12 Say: 2 Manisa, s.158

<sup>95</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 77

<sup>96</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 208

belirlenmesinde risk değişkenlerini kullanabilen firmalar için daha başarılı sonuçlar verebilmektedir.<sup>97</sup>

Değerleme uzmanlarının çoğu gelir temelli değerleme yaklaşımları arasındaki en iyi, en kapsamlı ve teorik olarak en doğru değerleme modelinin indirgenmiş nakit akımları modeli olduğu konusunda hemfikirdir. DCF'nin bu kadar popüler olmasını ve yaygın kullanılmasını sağlayan çeşitli avantajları bulunmaktadır. İlk avantajı olarak DCF'nin şirketlerin gelecekteki performanslarını, şirket değerlerini en iyi yansıtan değerleme yöntemi olduğu söylenmelidir. Hesaplama yaparken öngörülen büyümeyi temel alır. Değişik senaryoların analizine olanak tanıyan esnek bir yapısı vardır. Makroekonomideki hareketleri, dalgalanmaları, yatırım ve borçlanma politikası, ticari faaliyet oranları gibi pek çok farklı değişkenin şirket değeri üzerindeki etkilerini yansıtabilmektedir. Birleşme ve satın almada bir araya gelen şirketler arasındaki sinerjinin değerlendirilmesini sağlar. Şirketlerin şerefiyelerini de hesaba katar.

Bununla birlikte bu yöntemin çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Çünkü uygulamada karmaşık bir yöntemdir.<sup>98</sup> Bu yöntemi kullanan analistlerin matematiksel modeller ve istatistiksel veriler konusunda çok iyi eğitimli olmaları gerekmektedir aksi takdirde indirgenmiş nakit akımı yöntemini uygulayabilmek zordur. Dayandığı varsayımlar öznelidir.<sup>99</sup> Analistin ileriye yönelik olarak bir dizi varsayımda bulunması gerekmektedir ve bu varsayımlar çok büyük yanlışlıklara neden olabilmektedir. Çünkü ileriye yönelik belirsizlikler, özellikle de küresel ve yerel piyasaların bu kadar öngörülemez olduğu ve ekonomik şartların çok büyük bir hızla değiştiiği bir ortamda değerleme sonucunu önemli ölçüde etkilemekte ve değerlemenin gücünü azaltmaktadır. Ayrıca DCF yöntemi diğer değerleme yaklaşımlarına oranla daha çok bilgi ve girdiye ihtiyaç duymaktadır.

Özellikle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin de nakit akımlarının tahmininde ve indirgeme oranında dikkate alınması gerekir. İndirgenmiş nakit akımı özellikle, içinde bulunduğu dönem itibariyle nakit akımları pozitif olan gelecekteki dönemlere ilişkin nakit akımları

---

<sup>97</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 85

<sup>98</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 86

<sup>99</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 211

güvenilirlikle tahmin edilebilen ve uygun indirgeme oranının belirlenmesinde risk değişkenleri kullanabilen şirketler için daha başarılı sonuçlar vermektedir.<sup>100</sup>

İndirgenmiş nakit akımı modellerini sınıflandırmak için üç ayrı yöntem vardır. İlk yöntem, yalnızca özsermaye hissesini değerlemektir. İkinci yöntemde özsermayenin yanısıra şirketteki hak sahiplerini de içerecek şekilde tüm şirketin değerlemesi yapılır.<sup>101</sup> Üçüncü yöntemde ise şirketin parçalar halinde değerlemesi yapılmaktadır. Bu değerlendirme yöntemine şirketin faaliyetleriyle başlanır ve buna borçların ve diğer özsermaye dışı hakların değer üzerindeki etkileri eklenir. Bu üç yaklaşımda beklenen nakit akımlarını indirgerken her birisinde ilgili nakit akımları ve indirgeme oranları farklıdır.

DCF modelinde herhangi bir varlığı değerlemek için gerekli olan üç girdi bulunmaktadır. Bunlar indirgeme oranı, beklenen nakit akımı ve nakit akımının zamanlamasıdır.

### **2.2.1.1. İndirgenme Oranı ve Sermaye Maliyetinin Hesaplanması**

İndirgeme oranı, gelecekteki bir nakit akımının bu güne indirgenirken, ne kadar indirgenmiş olduğunu gösteren ölçü olarak tanımlanabilmektedir. Bir varlığın riskini ölçen ya da yansıtan bir orandır. Yüksek riskli nakit akımları indirgenirken, yüksek indirgeme oranları kullanılmalıdır.<sup>102</sup>

Gelire dayalı şirket değerlendirme yöntemlerinde şirket değerlemesi için öncelikle sermaye maliyeti hesaplanır. Hesaplanan sermaye maliyeti indirgeme oranı olarak indirgenmiş nakit akımı ve indirgenmiş temettü yöntemlerinde kullanılır. Bu yöntemler aracılığıyla da şirket değeri tahmin edilir. Bir şirketin kendi piyasa değerini maksimize edebilmesi için özsermaye dâhil olmak üzere, finansman kaynaklarını oluşturan her bir bileşenin maliyetinin hesaplanarak sermaye maliyetinin en aza indirilmesi gereklidir.<sup>103</sup>

Gelire dayalı olarak bir şirketin değerlemesini gerçekleştirebilmek için öncelikle sermaye maliyetinin hesaplanması gerektiğinden öncelikle sermaye maliyetinin ele alınması yerinde olacaktır. Şirketlerin sermaye yapıları özsermaye ile özsermaye dışı

---

<sup>100</sup> CHAMBERS, a.e., s.212

<sup>101</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 105

<sup>102</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 81

<sup>103</sup> CHAMBERS, a.g.e., s.35

kaynaklardan oluşur. Bu nedenle sermaye maliyetleri de özsermaye maliyeti ile özsermaye dışı kaynakların maliyetinin toplamından meydana gelmektedir.

Özsermayenin serbest nakit akımı yöntemi tercih edildiğinde kullanılması gereken indirgeme oranı özsermaye maliyeti iken, şirketin serbest nakit akımı yöntemi tercih edildiğinde kullanılması gereken indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – WACC) olmalıdır.<sup>104</sup>

### **2.2.1.2. Özsermaye Maliyeti**

Özsermaye maliyeti, şirket ortaklarının şirkete yapmış oldukları sermaye yatırımlarının maliyetini temsil eder. Bir şirketin özsermaye maliyeti, yatırımcıların o şirkete yatırım yaparken kazanmayı bekledikleri minimum getiri olarak tanımlanabilir. Bir şirketin özsermaye maliyeti piyasa koşullarında belirlenir.

Şirketler için özsermaye maliyeti, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ya da Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilebilmektedir.

Bir işin özsermaye maliyetini tahmin edebilmek için üç yol vardır. İlk yolda, bir yatırımda riski ölçen ve bu risk ölçüsünü beklenen bir getiriye dönüştüren ve bu yatırımın özsermaye maliyetini oluşturan modeller türetilir. İkinci yaklaşım uzun dönem hisseleri arasındaki şimdiki getiri farklılıklarına bakar ve getirideki farklılıkları en iyi şekilde açıklamak için şirketin karakteristiklerini tanımlar. Bu ilişki bireysel şirketlerin beklenen özsermaye getirilerini öngörmek için kullanılır. Son yaklaşım ise yatırımcıların, yatırımları için kabul etmeye istekli olacakları getiri derecesinden vazgeçerek, riskli varlıkların gözlemlenmiş piyasa fiyatlarını kullanmaktadır.<sup>105</sup>

#### **2.2.1.2.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)**

Günümüzde CAPM şirketler için sermaye maliyetinin tahmin edilmesi ve portföy performanslarının değerlendirilmesi gibi uygulamalarda yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.

CAPM, bir varlığın sistematik riski ve beklenen getirisi arasında basit ve doğrusal bir ilişkiyi gösterir.

---

<sup>104</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 31

<sup>105</sup> DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation,, Security Analysis for Investment and Complex Business, FT Press, s. 28

CAPM, finansal varlıkların fiyatlamasını gerçekleştirmek üzere, fiyatlaması yapılacak finansal varlığın riski (beta) ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymak olarak yorumlanabilir. CAPM beta ile sistematik riski tanımlamaktadır. Beta regresyon analizi kullanarak hesaplanır ve bir hisse senedinin getirisinin, piyasadaki yön değiştirmelere yanıt eğilimi olarak düşünülebilir. Beta katsayısı, istatistiksel olarak bir menkul kıymetin sağladığı getiri ile piyasa portföyü getirisi arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına oranıdır.<sup>106</sup>

Özetle herhangi bir varlığın beklenen getirisi, risksiz getiri oranı, o varlığın betası ve ortalama riskli varlığa yatırım yapmak için risk priminin fonksiyonudur. Bu bağlamda, bir varlığın sistematik riski ve beklenen getirisi arasındaki basit ve doğrusal bir ilişkiyi gösteren CAPM ye göre bir hisse senedinin beklenen getirisi risksiz getiri oranından hisse senedinin risk primi kadar fazla olmalıdır. CAPM, yüksek sistematik riski olan hisse senetlerinin, düşük sistematik riski olan hisse senetlerinden daha iyi performans göstereceğini iddia etmektedir. Buna ek olarak da küçük hisse senetlerinin büyük hisse senetlerinden, ucuz hisse senetlerinin de pahalı hisse senetlerinden daha iyi performans ortaya koyacağını söyler.<sup>107</sup>

Şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi durumunda beta katsayısının hesaplanması oldukça kolaydır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin beta katsayılarının belirlenmesinde uygulanan yöntem ise, borsada işlem gören ve aynı sektörde bulunan benzer şirketlerin beta katsayılarının kullanılmasıdır.<sup>108</sup>

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, uygulamasının kolay olması bakımından kabul gören bir yöntemdir ve özellikle temettü ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bunun yanı sıra CAPM hem etkin hem etkin olmayan bütün portföylerin ve varlıkların fiyatlandırılması konusunda açıklayıcı olmakla beraber içerdikleri geçerli risk ölçülerine göre fazla ya da düşük değerlendirilip değerlendirilmediği konusunda da bilgi vermektedir. Bu model yeni bir hisse senedine ilişkin analistin bilgi, deneyim ya da sezgisi bağlamında bir görüş oluşturabilmesine olanak sağlamaktadır. Bununla birlikte işlem maliyetleri ve özel bilgi edinme hakkındaki katı varsayımları modelin zayıf yönüdür. Zira bu varsayımlar gerçekçi değildir. Ayrıca

---

<sup>106</sup> KIRLI, a.g.e., s. 123

<sup>107</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 93

<sup>108</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçük Kaplan, İ., Başçı, E.S., Demirgüneş, K., Firma Değerlemesi, Literatür, İstanbul, 2006, s. 94

CAPM uygulamasının modellenip, isabetli bir tahmin üretebilmesi için pek çok veriye ihtiyaç duyulmaktadır ve bu verilerin gelişmekte olan piyasalar bir yana, gelişmiş olan bazı piyasalarda bile elde edilmesi her zaman için mümkün olamamaktadır.

#### **2.2.1.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM)**

Arbitraj, aynı malın ya da varlığın farklı iki piyasada farklı iki fiyata satılması sayesinde piyasalar arasında alım satım yaparak elde edilen kazançta denilmektedir. APM modeli ise temel olarak sermaye piyasalarında arbitraj koşulunun bulunmamasına yani özdeş olan iki varlığın farklı fiyatlara satılamayacağını söyleyen fiyat yasasına dayanır.<sup>109</sup>

Arbitraj fiyatlama modeli temel olarak CAPM de olduğu gibi varlıkların beklenen getiri oranlarındaki değişkenliği açıklamaya çalışan bir teorik çerçeve ortaya koymaktadır. Yeni yaklaşımın temel noktası bir değil birden çok sayıdaki sistematik risk unsurunun varlık getiri oranları üzerinde etkisinin olduğu yönündedir.

Modigliani - Miller'e göre aynı risk grubuna giren ve net faaliyet kârları aynı olan firmaların piyasa değerleri birbirine eşit olacaktır. Diğer bir deyişle, aynı risk grubunda yer alan ve net faaliyet kârı eşit olan firmalardan biri finansman bileşimini değiştirerek piyasa değerini yükseltemez. Söz konusu yazarların önerileri sermaye piyasasında arbitraj yapılmasına dayanmaktadır. Daha açık bir deyişle, yatırımcıların portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak yerlerine kendi açılarından daha avantajlı hisse senetlerini alma olanağının varlığı, net faaliyet geliri eşit ve aynı risk kategorisine giren firmaların piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önler.<sup>110</sup>

Bu modele göre eğer yatırımcılar risksiz yatırım yapabilir ve risksiz getiri oranına göre daha fazla kazanç sağlayabilirlerse bir arbitraj fırsatı bulmuşlar demektir. APM'nin önermesi yatırımcıların böylesi arbitraj fırsatlarının sunduğu avantajlardan yararlanacaklarını ve süreç içerisinde onları bertaraf edeceklerini ileri sürer. Eğer iki portföy aynı risk düzeyine maruz kalmakta fakat iki ayrı getiri beklentisi sunmakta ise, yatırımcılar daha yüksek getiri beklentisi sunan portföyü satın alacaklar ve daha düşük getirili gelir beklentisi sunan portföyü satacaklar ve aradaki farkı risksiz bir kar olarak kazanmayı tercih edeceklerdir. Eğer herhangi bir nedenden ötürü fiyatlarda farklılaşma olmuşsa, arbitraj mekanizması sayesinde tekrar denge fiyata dönecektir

---

<sup>109</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 95

<sup>110</sup> ARKAN, a.g.e., s. 34

Arbitraj fiyatlama modelinin(APM) varsayımları aşağıdaki gibidir:<sup>111</sup>

2. Hisse senetlerinin getirileri faktör modelleri ile açıklanabilir.
3. Piyasada sistematik olmayan riski azaltacak kadar yeterli sayıda menkul kıymet vardır.
4. Arbitraj vasıtasıyla piyasanın dengeye gelmesine imkân sağlayacak kadar etkin bir piyasa vardır.

Varsayımda belirtilen faktör modelleri: enflasyon, faiz oranı, gayri safi yurt içi hasıladaki değişim gibi hisse senedine etki edebilecek makro faktörler olabilir. Böylece AFM ye göre bir hisse senedinin getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanabilir: <sup>112</sup>

$$R_i = r_i + \beta_a F_a + \beta_b F_b + \epsilon_i$$

$R_i$  = I menkul kıymetinin getirisi

$r_i$  = i hisse senedinin beklenen getirisi

$F_a$  = a faktörü

$\epsilon_i$  = hata payı sistematik olmayan risk

F faktörü hisse senedinin getirisini etkileyen enflasyon, faiz veya sanayi endeksi olabilir. APM'ye göre bir menkul kıymetin getirisi bu faktörlerden etkilenme düzeyi ( $\beta_a F_a$ ) ile firma riskine ( $\epsilon_i$ ) bağlıdır. Dolayısıyla bu modelde bir hisse senedinin getirisi birbirinden ayrı makroekonomik faktörlere bağlı olmaktadır

Bu modeller üç takım girdi gerektirir. Bunların ilki risksiz oran, ikincisi uygun risk primi ya da modeldeki faktör veya faktörler primleri ve üçüncüsü de analiz edilen yatırımın betası veya betalarıdır.

### **Risksiz oran:**

Risksiz bir varlık, gerçek getirisi, beklenen getirisine eşit olan varlık olarak da tanımlanabilir.

Riskli yatırımlardaki beklenen getiriler, risksiz orana göreceli olarak ölçülür ve bu ölçüm risksiz orana, riski yaratan, beklenen risk getirisi eklenerek gerçekleştirilir. Bir yatırımın risksiz olması için yerine getirilmesi gereken iki koşul bulunur:

---

<sup>111</sup> HATİPOĞLU, a.g.e., s. 21

<sup>112</sup> HATİPOĞLU, a.e.

Bunlardan birincisi, ödemede temerrüt riski olmaması, ikincisi ise gerçekleşen getirinin, beklenen getiriye eşit olduğu varlığın, risksiz varlık sayılabilmesi için aynı zamanda yeniden yatırım oranlarında hiçbir belirsizlik olamamalıdır.<sup>113</sup>

O halde risksiz oran, analiz edilen nakit akımı zaman süreci ile eşleşen bir sıfır kupon hükümet bonosu oranıdır. Bu yüzden risksiz faiz oranı olarak hazine bonosu ya da devlet tahvilinin faiz oranı kullanılır.

Buna göre değerlemedeki nakit akımlarının süresince gerçekleşen nakit akımlarının süresince gerçekleşen nakit akımlarının ağırlıklı ortalaması tahmin edilmektedir.

Nakit akımlarının süresi adet olarak tahmin edildiğinde, artık bir risksiz oran elde etmek için bu süreyle eş bir hükümet bonosu kullanılabilir.

### **Risk primi**

Risk primi, piyasa portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır.<sup>114</sup>

Risk primi, tüm varlık fiyatlama modellerinde kullanılan önemli bir girdidir. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinde risk primi, paralarını risksiz bir yatırımdan, daha riskli bir yatırıma taşıyan yatırımcılar tarafından talep edilen ekstra getiriye ölçer.

### **Beta**

Muhasebe araştırmalarında, özellikle de sermaye piyasaları araştırmalarında sistematik riskin (beta) büyük önemi vardır. Beta, bir menkul kıymetin çeşitlendirmeye giderilemeyen riskini (sistemik riskini) ölçmekte kullanılan bir katsayıdır. Bir menkul kıymet ya da finansal varlık fiyatını piyasa güçleri ile ilişkilendiren bir ölçüdür.<sup>115</sup> Bu katsayı, bir hisse senedinin piyasa ile hareket etme eğiliminin ne yönde olduğunu ve piyasaya olan duyarlılığının şiddetini yansıtır.<sup>116</sup>

Bir başka ifadeyle beta katsayısı, bir menkul kıymetten beklenen getirinin piyasa portföyündeki değişmelere karşı ne derece duyarlı olduğunu göstermektedir. Piyasa

---

<sup>113</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 44

<sup>114</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 41

<sup>115</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 80

<sup>116</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 45



portföyünün beta katsayısı 1, risksiz faiz oranının beta katsayısı ise 0 kabul edilmektedir.<sup>117</sup>

Beta katsayısının tahmin edilmesi şirket hisselerinin piyasada işlem görüp görmemesine bağlı olarak değişmektedir. Şirket hisseleri borsada işlem görüyorsa beta katsayısını hissenin getirileri ile piyasanın getirisini regresyona tabi tutarak bulabiliriz ya da güvenilir piyasa data sağlayıcı kurumların istatistiksel olarak hazırladığı hazır program verilerinden şirketin betası temin edilebilmektedir. Eğer şirketin hisseleri borsada işlem görmüyorsa bu durumda piyasada işlem gören benzer şirketlerin beta katsayılarının ortalaması alınabilmektedir. Başka bir yöntem olarak da şirketin hisselerinin yeni işlem göreceği olması nedeniyle özsermaye maliyetinin yüksek çıkması nedeniyle piyasayla benzer performansı göstereceği düşüncesiyle 1 olarak alınmaktadır<sup>118</sup>.

Bir menkul kıymetin piyasa portföyü karşısındaki duyarlılığını gösteren beta katsayısı 1'e eşit olduğunda, söz konusu menkul kıymetin getirisi piyasa portföyünün getirisi ile aynı oranda değişme kaydedecektir. Beta katsayısının 1'den büyük olması, ilgili menkul kıymetin sistematik riskinin yüksek olduğu ve piyasadaki gelişmelere karşı ilgili menkul kıymetin getirisinin daha duyarlı olduğunun göstergesidir. Bir başka ifade ile beta katsayısı 1'den büyükse, söz konusu menkul kıymetin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha yüksek oranda yükseliş ve düşüş gösterecektir. Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1'den küçük olması durumunda, bu menkul kıymetin sistematik riski düşük olup; menkul kıymetin getirisi, piyasadaki gelişmelere karşı fazla duyarlı değildir. Beta katsayısı 1'den küçük olan menkul kıymetlerin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha düşük oranda yükseliş ve düşüş gösterecektir.<sup>119</sup>

### **Özsermaye Maliyetinin Tahmin Edilmesi**

Risksiz oranı, risk primlerini ve betaları tahmin ettikten sonra artık herhangi bir şirkete yatırılmış özsermayeden beklenen getiriye hesaplamak mümkündür. Beklenen bu getiri, CAPM'de şu şekilde yazılabilir:<sup>120</sup>

---

<sup>117</sup> KIRLI, a.g.e., s. 123

<sup>118</sup> GÜLER, a.g.e., s. 38

<sup>119</sup> KIRLI, a.g.e., s. 123

<sup>120</sup> GÜLER, a.g.e., s. 38

Beklenen getiri = Risksiz oran + Beta x Beklenen Risk Primi

APM Modelindeki beklenen getiri ise şu şekilde yazılmaktadır:

Beklenen Getiri= Risksiz oran +  $\sum_{j=1}^n \beta_j$  x Risk Primi<sub>j</sub>

Burada risksiz oran uzun dönemli hükümet bonosu oranını,  $\beta_j$  tarihi verileri ya da temelleri kullanarak tahmin edilen faktör j'ye ilişkin betayı, risk primi j de tarihi veriler kullanılarak tahmin edilen, faktör j' ye ilişkin risk primidir.

Sermaye maliyetinin şirket üzerindeki etkisi daha az entegre piyasalara, daha zayıf yasal kurumlara ve daha az açık düzenlemelere sahip ülkelerde daha güçlü bir şekilde hissedilmektedir.

### **Borç Maliyeti**

Borçlanma, şirketin kendi faaliyetlerini dış kaynakla finanse etmesi, bir başka deyişle şirket ortakları dışındaki kişilerden fon kaynağı sağlaması şeklinde tanımlanabilir.

Borçlanma genellikle para piyasalarından dış kaynaklı kredi sağlamak ya da tahvil veya benzeri finansman enstrümanı çıkararak gerçekleştirilir.<sup>121</sup> Borç maliyeti şirketin varlıklarını ya da yatırımlarını finanse etmek için borç aldığı fonların o şirkete cari maliyetini ölçmektedir. Temerrüt riski şirketin borç maliyetini belirleyen ilk unsurdur. Şirketin borç maliyetlerini belirleyen diğer unsurlar ise cari faiz oranı düzeyi ile borca ilişkin vergi avantajıdır.<sup>122</sup>

#### **2.2.1.3. Sermaye Maliyeti**

##### **2.2.1.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)**

Bir şirkete finansman sağlayan farklı bileşenlerin her biri için maliyetlerin elde edilmesinin ardından, sermayenin maliyetini hesaplamak için gereken şey, her bir bileşenin üzerindeki ağırlıklarının tespit edilmesidir.

Bir şirket özsermaye, borç ve imtiyazlı hisse senetleri olmak üzere üç kaynaktan fon yaratır.<sup>123</sup> Şirketin maliyetlerini doğru bir şekilde ortaya koyabilmek için tüm bu kaynakların maliyetlerinden oluşan bir oranın olması gerekir. Bir başka deyişle,

<sup>121</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 32

<sup>122</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 78

<sup>123</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 56

sermaye maliyeti, şirketin tek tek gerçekleştirdiği faaliyetlerin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasına eşit olmaktadır.<sup>124</sup> Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital – WACC) bu maliyetlerin ağırlık ortalamasıdır.

Sermayeyi meydana getiren bileşenler olan özsermaye, borç ve imtiyazlı hisse senetlerinin ağırlıklarını hesaplamak için iki seçenek vardır. İlk seçenekte bilançodan kaynaklanan her fon teminin değerinin muhasebe tahmini alınarak, defter değeri ağırlıkları hesaplanmaktadır. Bu seçeneğe alternatif olarak kullanılabilir ikinci seçenekte ise her bir bileşenin piyasa değerleri tahmin edebilmekte ve ağırlıklar, göreceli piyasa değerleri aracılığıyla hesaplanmaktadır.

WACC'ın tahmin edilebilmesi için ilk yapılması gereken şey işin kaynak yapısının tahmin edilmesidir. Kaynak yapısı tespit edilirken, şirketin mevcut kaynak yapısı yerine hedeflenen uzun vadeli kaynak yapısı dikkate alınmalıdır zira şirketin mevcut kaynak yapısı, aynı şirketin geneldeki kaynak yapısını yansıtmayabileceği gibi, yönetimin kaynak yapısını değiştirme planlarının bulunması da muhtemeldir. Yine bunlara ek olarak değerlemede şirketlerin uzun vadede yaratacağı nakit akımları dikkate alındığı için, sermaye yapısının tespitinde de uzun vadeli bir yaklaşımın tercih edilmesi daha uygundur.

WACC sabit değildir. Faiz oranlarında meydana gelen değişimler WACC'ı da değiştirir. WACC değiştiğinde ise şirket değeri ve hisse senedi değeri değişmektedir. WACC'ın yükselmesi hisse senedi değerlerini ve fiyatlarını düşürürken, WACC'daki düşüşler, hisse senedi değerlerini ve fiyatlarını yükseltmektedir.<sup>125</sup>

WACC yaklaşımını en büyük avantajı son derece basit olması ve tek bir rakamla şirketin finansal yapısının maliyetini elde edebilme yeteneğidir. Bununla birlikte bu yaklaşımın çeşitli eksikleri bulunmaktadır zira finansal yapının ya da vergi yapısının karmaşık olduğu durumlarda WACC yaklaşımına bir dizi uyarılma ve adaptasyon eklemek gerekmektedir. Bu işlemlerde değerlendirme sürecinde odağını yitirilme riskinin ortaya çıkmasına ve hata yapma olasılığının artmasına yol açmaktadır.

---

<sup>124</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 90

<sup>125</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Tefik, A.T., Hisse Senedi Değerlemesi, Literatür, İstanbul, 2005, s.132

### 2.2.2. Özsermayenin Serbest Nakit Akımı İndirgeme Modelleri

İndirgenmiş nakit akımının bir şirketin özsermaye hisselerini değerlemek için kullanılmasında ortaya özsermayenin serbest nakit akımı (Free Cash Flow to Equity – FCFE) çıkmaktadır. FCFE aynı zamanda Kaldıraçlı Serbest Nakit Akımı olarak da tanımlanmaktadır. Temel olarak serbest nakit akımı, bir şirket ya da bir projenin vergi sonrası faaliyet gelirlerinin borç ve özsermaye finansmanı kaynaklarının hesaba katılmamış halinin ölçüsüdür. Özsermayenin Serbest Nakit akımı ise serbest nakit akımlarının borç nakit akımları için uyarlanmış halidir. Faaliyet gelirlerinden elde edilen nakit akımından sermaye harcamalarının ve alacaklılara yapılan ödemelerin çıkarılmasıyla oluşmaktadır.

FCFE şirketlerin temettü ödemede zorlanmayacağı nakit akımı olarak tahmin edilmiştir. Bununla birlikte pek çok şirket uygulamada FCFE'lerini temettü olarak ödemedikleri için, Temettü İndirgeme Modeli bazı durumlarda şirketlerin gerçek nakit akım potansiyelini gösteremeyebilmektedir. Bu nedenle FCFE, uygulamada daha uygun bir model sunmaktadır.<sup>126</sup>

FCEF şirket faaliyetlerinden, faaliyet ve faiz giderleri, anapara ödemeleri ve gerekli yatırım harcamaları sonrasında kalan tutar olarak ele alınabilir. Buna göre FCFE de doğrudan ortaklar kalan özkaynakların değeri bulunmaktadır. FCFE, yalnızca özsermaye sahiplerine sağlanması beklenen nakit akımı olduğundan, indirgeme faktörü olarak şirketin özsermaye maliyeti kullanılmaktadır.<sup>127</sup>

Buna göre FCFE yaklaşımında bir şirketin tahmin dönemi ve sonrasında hissedarlarına dağıtabileceği net nakit akımları kaldıraçlı özsermaye maliyeti kullanılarak bu güne indirgenmektedir. Bu yaklaşımın temel dayanağı, tahmini finansal tablolar üzerinden oluşacak nakit akımları içinden şirketin gelecek yıllarda sermayedarlarına dağıtabileceği nakit akımlarını tespit etmektedir.<sup>128</sup>

FCFE yi kullanan İndirgenmiş Nakit Akım Modeli, Temettü İndirgeme Modeli'ne bir alternatif olarak görülebilir.

---

<sup>126</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 132

<sup>127</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 92

<sup>128</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 221

İndirgenmiş Nakit Akımı değerlemesinde FCFE kullanılarak elde edilen değer in aynısının Temettü İndirgeme Modeli kullanılarak elde edildiği iki durum vardır. Bunların ilki temettülerin FCFE ye eşit olduğu durumdur. Zira elde ettikleri nakdi temettü olarak ödeme politikasını güden şirketler vardır.

İkinci durum ise FCFE'nin temettülerden daha büyük olduğu fakat fazla nakdin makul fiyatlanmış varlıklara yatırıldığı durumdur.

Bununla birlikte bu iki modelin birbirlerinden farklı değer tahminleri ürettiği pek çok durum mevcuttur. Öncelikle FCFE'nin temettüden büyük olduğu ve fazla nakdin piyasa faiz oranlarının altında kazandığı ya da varlıkların net bugünkü değerinin negatif olduğu yatırımlar yapıldığı durumlarda, FCFE modelinden elde edilen değer, Temettü İndirgeme Modeli'nden elde edilen değerden daha büyük olacaktır. İkinci olarak, FCFE'den daha düşük olarak ödenen temettüler, borç-özsermaye oranını düşürür ve buna bağlı olarak da şirket düşük düzeyde borçlanma haline gelmesine yol açarak, şirketin değer kaybetmesine neden olabilmektedir.<sup>129</sup>

Temettülerin FCFE'den büyük olduğu durumlarda şirketin yeni hisse senedi ihracı yapması ya da temettüleri ödemek için yeni borçlanmalar gerçekleştirmesi ya da yeni yatırımlarını kısması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bu üç çözümden birini uygulamak zorunda kalan şirketin temettüleri karşılamak için yeni hisse senetleri ihraç etmesi durumunda, şirket önemli ihraç maliyetleriyle karşılaşacaktır ve bu durum şirketin değerini düşürecektir. Eğer şirket temettü paylarını ödemek için borçlanmayı seçerse, şirket fazla borç altına girecektir ve bu da şirketin değerinde bir kayba yol açacaktır. Son olarak eğer şirketin temettüleri ödemesi şirketi önüne çıkan iyi projeleri yatırım gücünü nedeniyle reddetmesine yol açarak, şirketin bir değer yitimi ile yüzleşmesine neden olacaktır.

### **2.2.3. Sermaye Nakit Akımı İndirgeme Modelleri**

#### **Sermaye Maliyeti Yaklaşımı**

Sermaye maliyeti yaklaşımında, şirketin değeri şirketin serbest nakit akımlarının, WACC ile bugüne indirgenmesi aracılığıyla bulunmaktadır. Bir şirket özsermaye, borç ve imtiyazlı hisse senetlerinden olmak üzere 3 kaynaktan fon yaratmakta olup,

---

<sup>129</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 137

indirgenmiş nakit akımları analizini firmaya uyguladığımız takdirde bu maliyetlerin vergiden sonraki ağırlıklı ortalamasını ifade eden Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin (WACC) iskonto oranı olarak kullanılması gerekmektedir.<sup>130</sup> Bir şirketin faiz yükü taşıyan finansal bir borcu yoksa yani tamamen özsermaye aracılığıyla finanse edilmesi söz konusuysa, özsermayenin maliyeti aynı zamanda WACC olmaktadır. Sermaye maliyeti; işletmelerin yatırım için kullandığı kaynakların (öz kaynak ve yabancı kaynak) işletmeye yüklediği maliyettir.<sup>131</sup>

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, aynı zamanda yatırımcılar tarafından beklenen en az getiri oranıdır.<sup>132</sup>

Sermaye maliyeti yaklaşımında işe özsermaye yerine şirketin değerlendirilmesi ile başlanır. Bu tahminden özsermaye dışı hak edişlerin piyasa değerini mahsup etmek şirketteki özsermayenin maliyetini verir. Sermaye maliyeti yaklaşımının örtülü varsayımı sermaye maliyetinin hem borçlanmanın vergi avantajlarını hem de beklenen iflas maliyetlerini içerdiği şeklindedir. İndirgenmiş nakit akımları, şirketin faiz masraflarından kaynaklanan borcu ve vergi avantajı yokmuş gibi hesaplanan, şirkete ait nakit akımlarıdır.

### **Şirketin Serbest Nakit Akımı (FCFF)**

Değer bir bütün olarak şirket için hem alacaklılar hem de sermayedarlar için, faaliyet harcamalarının, döner sermaye gereksinimlerinin, sermaye yeniden yatırımlarının ve vergi karşılamaının ardından geriye kalan nakittir ve bu nakit resmi olarak Şirketin Serbest Nakit Akımı (Free Cash Flow to Firm – FCFE) şeklinde isimlendirilmektedir. FCFE yaklaşımında şirket değerinin tespitinde şirket bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Buna göre FCFE, şirketin hisse sahiplerinin, tahvil sahiplerinin ve imtiyazlı hisse sahiplerinin tümü olmak üzere, şirketteki tüm hak sahiplerinin nakit akımlarının toplamıdır. Şirketin serbest nakit akımı, hesaplanan sermaye gereksiniminden sonra hissedarlara ve alacaklılara kalan gelirdir.

---

<sup>130</sup> GÜLER, a.g.e., s. 39

<sup>131</sup> KARABAYIR, M. Emin, “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Muhasebe Kalitesi: İMKB Örneği” Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ankara, 2012, s. 81

<sup>132</sup> HATİPOĞLU, a.g.e., s. 24

Hak sahiplerinin nakit akımlarına özsermayenin nakit akımlarını, borç verenlerin nakit akımlarını (öncelikli ödemeler, faiz masrafları ve yeni borç ihraçlarını içeren) ve imtiyazlı hisse sahiplerinin nakit akımlarını eklemek gerekir.

Bu nakit akımı borç ödemelerinden önce olduğu için, kaldıraç kullanılmamış bir nakit akımı olarak adlandırılır. Şirketin bu serbest nakit akımı faiz ödemelerinden kaynaklanan vergi avantajlarının hiçbiri içermemektedir.

FCFF yöntemin en önemli avantajı çok daha fazla bilgiyi içermesidir. Bu yöntemde farklı yatırım ve finansman stratejilerine göre şirket değerindeki farklılaşmalar veya etkileşimler daha açık görülebilmektedir.

Firmaya ait serbest nakit akımları yöntemlerinde serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) ile iskontolanarak işletmenin değeri bulunmakta işletmenin borçlarının ve diğer yükümlülüklerinin düşmesi; hazır değerlerinin eklenmesi ile işletme değerinin bulunması amaçlanmaktadır. Bu yöntemde serbest nakit akımları tanımı itibariyle faiz öncesi olduğu için nakit akımları firmanın borçluluk düzeyinden etkilenmez.<sup>133</sup>

FCFF modeli, temettü indirgeme modelinden ya da FCFE modelinden farklı olarak özsermayeyi değil, şirketi değerlemektedir.<sup>134</sup>

Özsermayenin Serbest Akımları (FCFE) nda öncelikle şirketin faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanmakta e daha sonra da bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülerek, ortaklara kalan özsermayenin değeri bulunmaktadır. Şirketin Serbest Nakit Akımları (FCFF) nda ise şirketin özsermayesi ile birlikte, şirkete borç verenler, şirketin ihraç etmiş olduğu tahvillerin alıcıları ve imtiyazlı hisse senedi sahipleri gibi şirketin diğer talep sahiplerini de kapsayacak şekilde şirketin tümü değerlendirilmektedir.

Bir şirketi FCFF aracılığıyla değerlemek, FCFE aracılığıyla değerlemeye oranla daha basit ve daha hızlıdır.

Hesaplama kullanılan bileşenler açısından FCFE ile FCFF arasındaki en büyük fark FCFF de nakit akımı olarak serbest nakit akımlarının, indirgeme faktörü olarak da

---

<sup>133</sup> KEPEZ, a.g.e., s. 189

<sup>134</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 153

WACC ın kullanılmasına karşılık, FCFE’de nakit akımı olarak net nakit akımının, indirgeme faktörü olarak da özsermaye maliyetinin kullanılmasıdır.<sup>135</sup>

Borca ilişkin nakit akımlarının, FCFE tahmin edilirken hesaba katılması zorunluysen, FCFE’nin bir borç öncesi nakit akımı olması nedeniyle göz önünde bulundurulması zorunluluğunun bulunmamasıdır.<sup>136</sup> Kaldıracın zaman içerisinde önemli şekilde değişmesinin beklendiği durumlarda bu önemli bir tasarruftur zira kaldıraç değişirken yeni bor tahvillerini ve borç geri ödemelerini tahmin etmek, geleceğe ilişkin ne kadar ileri gidilirse o kadar karmaşıklaşmaktadır.

Sermaye maliyeti yaklaşımının en büyük avantajı borçlanmanın maliyetlerin ve yararlarını kapsıyor olmasıdır. Bu yaklaşım, finansal kaldıraç değiştikçe, şirketin değerinin bu değişimden nasıl etkileneceğini incelemek için göreceli olarak basittir.

Söz konusu yaklaşımın sermaye maliyeti ve şirketin serbest nakit akımları hakkındaki güvenilirliğine ilişkin başlıca üç sorun göze çarpmaktadır. Bu sorunların ilki özsermayenin serbest nakit akımlarının, şirketin nakit akımlarına oranla çok daha sezgisel bir nakit akımları ölçütü olmasıdır. Nakit akımlarını tahmin etmek gerektiğinde, çoğu analist borç ödemeleri sonrası nakit akımlarına (özsermayenin nakit akımlarına) bakmaktadır. Zira analistler iş sahipleri gibi düşünme eğilimleri bulunmamaktadır ve faiz ödemeleri ile borç ödemelerini nakit çıkışı gibi ele alırlar. Sorunların ikincisi borç öncesi nakit akımlarına odaklanmanın, analistleri zaman zaman yaşamsal gerçek sorunlara karşı körleştiriyor olmasıdır. Son sorun ise sermaye maliyetinde kaldıracın etkisini dâhil etmek için borç oranı kullanmanın, uygulanabilir ya da akılcı olmayan örtülü varsayımlar yapmayı gerektirmesidir.

#### **2.2.4. Temettü İndirgeme Modelleri**

Bu model gelecekte elde edilmesi beklenen nakit temettülerin bu günkü değerinin hesaplanmasına dayanmaktadır.<sup>137</sup> Temettü indirgeme modellerinin tümü hisse senedi değerini bulma amaçlıdır. Yatırımcılar halka açık şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaptıklarında genellikle iki türlü nakit akımı elde etmeyi beklerler. Bunlar, hisse senedini elde tutma dönemindeki temettü ile hisse senedini elde tutma dönemi

<sup>135</sup> KEPEZ, a.g.e., s. 190

<sup>136</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Üreten, A., Ercan, M., K., Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi, Ankara 2000, s. 208

<sup>137</sup> ÖZTÜRK, M. B. “Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Etmenler Üzerine İMKB’de Ampirik bir Uygulama”, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2007



sonundaki beklenen satış fiyatıdır. Bu yöntemde hisse senedinin beklenen satış fiyatı, gelecekteki temettüye göre belirlenmektedir. Bu nedenle, Temettü İndirgeme Modeline göre, bir hisse senedinin değeri, şirketin gelecekte ödemesi beklenen temettülerin bugünkü değeridir.<sup>138</sup>

Bu yaklaşımda hisse senetlerinin nakit akımlarını en iyi temsil eden verinin şirketin ortaklarına dağıttığı temettü olduğu varsayılmaktadır. Hisse senetleri pek çok yatırımcı arasında el değiştirmekte ve her bir yatırımcı, hisse senetlerine ilişkin yalnızca satınalma sırasında ödeyeceği tutar ve hisse senetlerini elde tutma döneminde tahsil ettiği temettüler ve hisse senedini sattığı sırada tahsil edeceği miktar ile ilgilenmektedir. Fakat bu görüşe göre her satış fiyatı, aynı zamanda bir alış fiyatı olduğu için, oluşan ara fiyatlar birbirlerini iptal etmekte ve değerlerin temel ögesi olarak geriye yalnızca temettüler kalmaktadır.

Bu model faiz oranları çeşitliliklerinin ve değişen enflasyon oranlarının hisse senetlerini anlamak için geniş bir çerçeve sunar. Aynı zamanda hisse senetlerinin göreceli cazibelerini belirlemek için yararlı bir araçtır.

Modelin iki girdisi vardır: beklenen temettüler ve özsermayenin maliyeti. Beklenen temettüleri elde etmek için, kazançlardaki ve ödemelerdeki beklenen gelecek büyüme oranları üzerine varsayımlar yapılır. Bir hisse senedinin sağlaması gereken getiri oranı o hisse senedinin farklı modeller aracılığıyla ölçülmüş –Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinde (CAPM) beta ve Arbitraj Fiyatlama Modelinde faktör betaları – riski tarafından belirlenmektedir

Temettü İndirgeme Modeli'nin başlıca çekiciliği onun basitliğinde, açıklığında ve sezgisel mantığındadır. Temettüler, şirketten yatırımcıya giden nakit akımının tek elle tutulur temsilcisidir.

Temettü İndirgeme Modeli'nin ikinci avantajı özsermayenin ya da borçların öngörülmesi serbest nakit akımlarını elde etmek için gereksinim duyulan varsayımlara göre öngörülmesi temettülerini elde etmek için daha az varsayım ihtiyacı duymasıdır.

Son olarak yöneticilerin temettülerini, değişken kazançlarla bile sürdürebilecekleri seviyelerde ayarladıkları söylenebilir. Bir şirketin kazançlarıyla ve yeniden

---

<sup>138</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 86

yatırımlarıyla birlikte hareket eden nakit akımlarının aksine temettüler çoğu şirket için sabit kalırlar. Böylece temettüler üzerine temellendirilen değerlemeler, nakit akımları üzerine temellendirilen değerlemelere oranla zaman içerisinde daha az değişken olmaktadır.

Fakat teoride iyi bir model olmakla beraber, uygulamada bu modelin işlerliğini sağlamak oldukça güçtür zira çeşitli dönemlerde temettülerde önemli değişiklikler gerçekleşmektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda şirketlerin ödemeleri beklenen temettüleri, temettü ödeme oranı ile temettü büyüme oranlarını tahmin etmek oldukça zordur.<sup>139</sup>

Temettü İndirgeme Modelinin temettülere katı bağılılığı önemli bir başka sorun yaratmaktadır. Çoğu şirket, temettü ödemelerinde tutarlılık sağlaması, gelecek yatırım gereksinimleri, vergi etkisi ve yönetimin kendi çıkarları gibi nedenlerle ödeyebileceği temettü tutarlarından daha az temettü ödemeleri gerçekleştirmektedir.<sup>140</sup>

Öte yandan mevcut durumdaki nakit akımlarından daha fazla temettü ödeyen şirketler de bulunmaktadır ve bu şirketler aradaki bu farkı yeni borçlar ya da yeni özsermaye girişiyle kapatırlar. Bu şirketlerin değerlemesi Temettü İndirgeme Modeli ile yapıldığında şirket değer tahminleri çok iyimser olabilmektedir.

Modelin bir başka sınırlılığı ise, hisse senedi fiyat artışlarından kaynaklanan kazançları yok saymasıdır. Sermaye piyasalarında yatırımcılar istedikleri zaman alım satım yapabilmektedirler. Bu nedenle de, temettülerdeki değişimleri dikkate alırken, sermaye kazançlarını ihmal eden bir değerlendirme süreci eksik kalmaktadır.

Temettü İndirgeme Modeli üç senaryo sırasında kullanışlı olmaktadır.<sup>141</sup>

1- Temettü İndirgeme Modeli özsermaye nakit akımları temettülerini aşan şirketler için bir taban çizgisi, bir taban değeri oluşturur. Bu şirketler için Temettü İndirgeme Modelini yöneticiler tarafından ödenmeyen nakitlerin zayıf yatırımlarla ya da zayıf satın almalarla zayıf edileceği varsayımıyla muhafazakar bir değer tahmini üretecektir.

---

<sup>139</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 92

<sup>140</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK ve Serhat, AYTÜRK, Yusuf, a.g.e., s. 82

<sup>141</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 188

- 2- Bu model, özsermayelerinin serbest nakit akımını temettü olarak ödeyen şirketler için hisse başına gerçekçi değer tahminleri üretmektedir.
- 3- Nakit akımı tahmini yapmanın güç ya da imkânsız olduğu sektörlerde, nakit akımlarını belli bir doğrulukla tahmin edebilen tek ölçü temettülerdir.

Ülke ekonomisindeki normal büyüme oranına yakın ya da bu seviyeden düşük bir oranda büyüyen şirketler ile yüksek tutarda temettü ödeme politikasına sahip şirketler için uygun bir değerlendirme modelidir. Özellikle sabit sermaye ve işletme sermayesi harcamaları tam olarak belirlenemeyen finansal hizmet sektöründe sıkça kullanılmaktadır.<sup>142</sup>

### **2.2.5. Uyarlanmış Bugünkü Değer**

Yüksek oranda borçlu olan şirketler, nakit akımlarını arttırdıkça genellikle borçlarını düşürme yoluna giderler ve böylece bu şirketlerin gelecekteki borç/değer oranları düşer. Böylesi durumlarda sabit bir WACC temelinde gerçekleştirilen değerlemeler, vergi kalkanlarının değerini şişirecektir. WACC'ın değişen sermaye yapısıyla başa çıkabilmesi için yıllık olarak uyarlanması mümkündür fakat bu işleme karmaşıktır. Bu nedenle genellikle böyle durumlarda alternatif bir yol olan Uyarlanmış Bugünkü Değer (APV) yaklaşımına dönülür.<sup>143</sup>

APV yaklaşımında şirketin değerini hesaplamaya şirketin borçsuz değeri ile başlanmaktadır. Yani şirketin değeri borçlanmanın olmadığı varsayımı altında hesaplanmaktadır. Ardından bu değere, borçlar tarafından eklenen ya da eksiltilen değeri, borçlardan kaynaklanan vergi avantajlarının bugünkü değeri ve beklenen iflas maliyeti de gözönünde bulundurularak ekleme yapılmaktadır. Yani uyarlanmış şimdiki değerlendirme yöntemi, vergi öncesi indirgeme modellerini kullanmakta fakat yeni borcun vergi kalkanlarını nakit akımlarına eklemektedir. Bu yaklaşım borç finansmanının etkilerini ayrı ayrı tahmin eder.

APV yaklaşımının avantajı, borç etkilerini farklı bileşenlere ayırması ve analistin her bileşen için farklı indirgeme oranları kullanmasına izin vermesidir. Sermaye maliyeti yaklaşımında örtülü bir varsayım olan borç oranının sonsuza değin değişmediği varsayımı, APV yaklaşımında yoktur. Onun yerine APV yaklaşımında borcun para

---

<sup>142</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 214

<sup>143</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 210

birimi değerini sabitleyerek, sabit para birimi borcunun yararlarını ve maliyetlerini hesaplama esnekliği bulunmaktadır. APV'nin bu avantajlarının temerrüt olasılıklarının ve iflas maliyetinin tahmin edilmesinin zorlukları karşısında ağırlıklandırılması gerekmektedir.

APV yaklaşımı, yatırım projelerinin değerlemede de önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu yaklaşım aracılığıyla, projenin şirket üzerinde yaratacağı spesifik finanslama etkileri kolaylıkla analiz edilebilmektedir.

Söz konusu yaklaşımın bir diğer avantajı ise yöneticileri değer yaratan bileşenler hakkında bilgilendiriyor olmasıdır. APV yaklaşımında yönetici, operasyonel ve finansal bileşenleri birbirinden ayırt edebilmekte ve yalnızca değer yaratan bileşenlere odaklanabilme fırsatını elde etmektedir. Tüm bu avantajların yanı sıra, APV yaklaşımının temerrüt riskinin ve iflas maliyetinin tahmin edilmesi konusunda bir takım önemli kısıtları da bulunmaktadır. APV yaklaşımını kullanan pek çok analist beklenen iflas maliyetlerini görmezden gelmekte ve şirketlerin borçlandıkça kendi değerlerini arttırdıkları varsayımında göre hareket etmektedirler. Bunun sonucunda da şaşırtıcı olmayan bir şekilde bir şirketin optimum borç oranının yüzde yüz olduğu sonucuna varılmaktadır. Oysa uygulamada böyle bir sermaye yapısı arzulanmamaktadır ve aşırı borçlanmaya bağlı olarak şirketin değeri fiili olarak azalmaktadır. Bu azalmanın temel nedeni artan finansal risktir. Ve bu riske bağlı olarak şirket finansal sıkıntı ve temsil maliyetleriyle karşı karşıya kalmaktadır.<sup>144</sup>

Genelde APV ve sermaye maliyeti aynı varsayımlar altında türdeş yanıtlar vermektedirler. Bununla birlikte APV yaklaşımı şirketlerin borçlarını para birimi üzerinden değerlendirmede daha pratik iken, şirketlerin borç oranlarını analiz etmede sermaye maliyeti yaklaşımı daha kullanışlı olmaktadır.

---

<sup>144</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçük Kaplan, İ & Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s. 215

### 2.3. Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added – EVA)

Fazla getiri, bir şirketin gerçekleştirdiği bir yatırımdan beklediği getiri oranından daha yüksek bir getiri sağlaması durumunda ortaya çıkmaktadır. EVA, genel olarak, bir dönem içinde işletmenin sahip olduğu kaynakları kullanarak yarattığı değeri hesaplamayı amaçlayan bir yöntemdir.<sup>145</sup>

EVA, firmanın vergi sonrası net faaliyet karının, bu karı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılmasıyla ulaşılan değerdir.<sup>146</sup> Bir şirketin faaliyetlerinin karlılığını ya da kayıplarını tahmin eder. Şirket karlılığını ölçen ve muhasebe kârına dayanan geleneksel performans ölçülerinin aksine EVA, şirketin artık getiri rakamını esas alan ve ekonomik kâra dayalı olan bir ölçüdür ve bu bağlamda hem borç hem de özsermayenin maliyetini dikkate almaktadır. Başarılı bir şirketin en azından kullandığı sermayenin maliyeti kadar getiri sağlaması gerektiği ilkesine dayanır. Etkin olarak kullanıldığında, EVA şirketin hangi birimlerinin değer yarattığını ya da yaratmadığını belirlemek için iyi bir performans yöntemidir.<sup>147</sup>

EVA'nın hesaplanabilmesi için gerekli bilgiler temel olarak muhasebe verilerinden elde edilmektedir. Bununla birlikte EVA genel muhasebe ilkeleri tarafından sınırlandırılmış değildir. EVA da muhasebe verileri bazı uyarlamalardan geçirilmektedir.

EVA, firmanın vergi sonrası net faaliyet karının, bu karı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılmasıyla ulaşılan değerdir.<sup>148</sup> Eğer vergiden sonraki net faaliyet geliri sermaye maliyetinden yüksekse bir değer yaratılmış olur. Vergiden sonraki net faaliyet geliri sermaye maliyetinden düşükse, değer kaybı ortaya çıkar.

EVA, sermaye piyasası için hisse başına gelir, sermaye bütçelemesi için net bugünkü değer ve yöneticiler için de varlıkların getirisi tanımlamaları yerine tek bir tanımlama olarak kullanılmasına olanak tanımaktadır. Böylece finansal yönetim tarihinde yöneticiler EVA ile ilk kez ortak bir dile kavuşmuşlardır. Yine EVA, gereksinim duyulan ekonomik getiriye, geçmiş ve gelecekteki tüm yatırımlar açısından hesaplamaktadır. Muhasebe kazancından çok ekonomik kara odaklandığı için muhasebe kazancının bazı yanıltıcı bileşenlerinden etkilenememekte ve gerçekçi bir ölçüm

---

<sup>145</sup> ARKAN, a.g.e., s. 56

<sup>146</sup> GÜLER, a.g.e., s. 48

<sup>147</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 25

<sup>148</sup> GÜLER, a.g.e., s. 48

sunmaktadır. Ayrıca EVA, bütünsel işletme performansının değerlendirilmesinin yanı sıra, işletme bölümlerinin ve birimlerinin performansının değerlendirilmesinde de kullanılabilir. Ar-Ge, halkla ilişkiler ve eğitim gibi yatırımların gelecekteki faydalarını dikkate almayan DCF yaklaşımının aksine EVA, düzeltmeler yoluyla gelecekte ekonomik fayda beklenen yatırımları kapitalize edebilmektedir.

Sonuç olarak belirli bir döneme ait EVA tek başına ele alındığında şirketin hissedarlarının ve yöneticilerinin gelecek yıllarda pozitif ekonomik katma değer yaratılmasına yönelik beklentileri yansıtmaktan uzaktır.<sup>149</sup> Zira şirketin EVA değerinin yüksek olması, sözkonusu şirketin her zaman için piyasa değerinin de yüksek olması anlamına gelmemektedir. Son olarak EVA daha çok sermayenin etkin kullanımına odaklanmıştır ve imalat sanayi ile geleneksel endüstriler için büyük önem taşımaktadır. Oysa günümüz şirketleri daha çok hizmet, ileri teknoloji ve bilgiye dayalı sektörlerde dayanmakta ve daha az sermaye kullanılmaktadır. Bu nedenle de bu gibi şirketlerde EVA'nın uygulanması oldukça güçtür. Ayrıca henüz çok yeni bir değerlendirme yöntemi olan EVA'nın hisse senetlerinin performanslarını tahmin etme açısından ampirik bir güvenilirliği henüz oluşmamıştır.<sup>150</sup>

---

<sup>149</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 158

<sup>150</sup> YALÇIN, a.g.e., s. 222

**Tablo 3: EVA için Yapılması gerek Muhasebe Düzeltmeleri**

<b>Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartlarına Dayalı Düzeltmelerin Yapıldığı Kalemler</b>	<b>Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları Uygulaması</b>	<b>Düzeltilmenin Niteliği</b>
<b>Pazarlama ve Araştırma-Geliştirme Maliyetleri</b>	Giderleştirilir.	Aktifleştirilir ve amortisman ayrılır.
<b>Ertelenmiş Vergi</b>	Aktif veya pasif kalem olarak muhasebeleştirilir.	Nakde dayalı raporlama yapabilmek için ters kayıt yapılır.
<b>Peştemal Değeri</b>	Aktifleştirilir ve en fazla 40 yıl içinde amortisman tamamlanır.	Başlangıçta aktif tutarını yansıtmayı amacıyla amortismanlar ters kayda tabii tutulur.
<b>Faaliyet Leasingi</b>	Giderleştirilir.	Aktifleştirilir ve amortisman ayrılır: İlgili faizler ve diğer yükümlülükler kaydedilir.
<b>Karşılığı Kalmayan Alacaklar</b>	Tahmin edilip, tahakkuk ettirililer.	Nakde dayalı raporlama yapabilmek için birikmiş tahakkuklara ters kayıt yapılır.
<b>Devam Etmekte Olan İnşaat İşleri</b>	Aktifleştirilir.	Aktiflerden çıkarılır.
<b>Devam Etmeyen Faaliyetler</b>	Aktiflere ve gelirlere dâhil edilir.	Aktiflerden ve gelirlere çıkarılır.

*Kaynak: Türker, İpek, “Ekonomik Katma Değer (EVA)’in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri”, Muhasebe ve Denetim Bakış, Yıl:5, Yayın No:15, 2005*

EVA'nın uygulama sürecini şu şekilde özetlemek mümkündür.<sup>151</sup>

1. EVA uygulamasının üst düzeyde kabul görmesi
2. EVA programı için stratejilerin oluşturulması
  - EVA'nın ölçüm merkezlerinin belirlenmesi
  - EVA'nın hesaplanması
  - Şirketin muhasebe sisteminde gerekli değişikliklerin yapılması
  - EVA'nın hangi sıklıkla hesaplanacağını belirlenmesi

<sup>151</sup> CHAMBERS, Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, Marmara Üniversitesi, İİBF Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 26, s.33

- Yönetimin ödüllendirilmesi
  - EVA ödüllendirme sistemine alınacak personelin belirlenmesi
  - EVA performansına dayalı ödül duyarlılığının belirlenmesi
  - EVA ödüllendirme sisteminin şirket mi yoksa alt birimler düzeyinde mi uygulanacağını belirlenmesi
3. Uygulama Planının geliştirilmesi
  4. Eğitim Programının oluşturulması
    - Eğitime gereksinimi olan personelin belirlenmesi
    - Eğitim gereksiniminin nasıl karşılanacağını belirlenmesi
    - Herbir çalışan için eğitim dönemi sayısının belirlenmesi
    - EVA ile ilgili kavramların çalışanlara açıklanması
    - Eğitimin diğer aşamalarının uygulanması

### **2.3. Opsiyon Fiyatlama Modeli**

Varlığa ilişkin nakit akımları bir olayın gerçekleşmesi ya da gerçekleşmemesine bağlıysa; varlık değerinin tahmini bazı durumlarda nakit akımlarının bugünkü değerinden daha yüksek olabilmektedir. Bu olgunun kabul edilmesi, şirket değerlemede son yıllarda yaşanan en önemli ve yenilikçi gelişmedir. Böyle bir kabul opsiyon fiyatlama modellerinin gelişimine dayanmaktadır. Son yıllarda opsiyon fiyatlama modellerinin geleneksel değerlemede kullanılmasına ilişkin birtakım çabalar vardır. Bu düşünceyi savunanlar patentler ve çıkarılmamış doğal kaynaklar gibi varlıkların opsiyonlarla aynı özelliklere sahip olduklarını ve bu varlıkların indirgenmiş nakit akımlarıyla değerlendirme yaklaşımı yerine opsiyon fiyatlama modelleriyle değerlendirilmesi gerektiğini öne sürmektedirler.<sup>152</sup>

Şirketler genellikle bir misyon ve vizyon doğrultusunda belirledikleri uzun vadeli ve orta vadeli planlar çerçevesinde faaliyetlerini yürütürler. Diğer yandan her an her şeyin değiştiği dünyada şirketlerinde değişime ayak uydurabilmesi için esnek olmaları gerekmektedir. Dolayısıyla şirketler gerek ekonomik gerekse sektör koşullarındaki değişimlere bir an önce adapte olabilmek için planlarını da o çerçevede hazırlamaktadırlar. Gerek şirket düzeyinde gerekse işletme düzeyinde olumsuzdan

---

<sup>152</sup> DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation,, Security Analysis for Investment and Complex Business, FT Press, s.22



olumluya doğru farklı senaryolar geliştirilir ve her bir senaryo kapsamında nasıl hareket edileceği şirket yönetimi tarafından belirlenmektedir.

Şirket yöneticileri şirketin geleceğini belirlerken çeşitli senaryoları öngörüp rotalarını belirlerken şirket değerlemesinde de bu tarz bir değerlendirme yöntemi seçmek bazı şirketler için daha gerçek bir değere ulaşmayı mümkün kılabilir. Ancak şirket büyüklükleri göz önüne alındığında bu tarz bir değerlendirme yöntemi seçmek gerçek değerden sapmaya neden olabileceği gibi bu yöntemi uygulamak son derece maliyetli de olabilir.

Şirketler genellikle karar aşamasında esnekliğe sahip iseler bu yöntemi kullanmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle bir şirket başka bir şirkete ya da projeye yatırım yapma ya da yapmama veya yatırımı erteleme kararlarını vermekte serbestse Opsiyon Fiyatlama Yöntemi uygulanmaktadır. Esneklik genellikle işletme seviyesinde ya da proje seviyesinde ortaya çıkar ve üretim, kapasite yatırımı, pazarlama, araştırma ve geliştirme gibi hususlardaki kararlarla ilgilidir. Bütün bir şirketin değerlemesinde esneklik tek bir ürün üreten mala dayalı sektörlerde faaliyet gösteren veya zor durumda olan şirketler gibi özel durumlarda uygundur. Diğer taraftan büyüme potansiyeli olan internet ve biyoteknoloji gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için de bu değerlendirme yöntemini seçmek faydalı olabilmektedir.

Opsiyon Fiyatlama Yöntemi her ne kadar yönetim kararına bağlı değişikliklere ilişkin olarak kullanılsa da yönetimden kaynaklanmayan sebeplerin varlığında da kullanılması yararlı olabilmektedir. Örneğin şirket aleyhine yüklü miktarda bir tazminat içeren ve şirketi önemli derecede etkileyecek bir dava varsa bu durumda davanın lehe ve aleyhe sonuçlanması durumunu geçmişteki benzer davalara bakarak bir olasılık belirlemek ve değerlemeyi bu kapsamda yapmak yatırımcılar için daha sağlıklı bir bakış açısı oluşturacaktır.

Aslında bir şirket değerlemesinde Opsiyon Fiyatlama Yöntemi tek başına bir şirket değerlendirme yöntemi değildir. Bu yöntem İNA gibi bir yöntemin sonuçlarının çeşitli olasılıklar altında nasıl oluşacağını göstermektedir. Opsiyon fiyatlandırma yönteminde iki model kullanılmaktadır. Bunlar:

- Gerçek Opsiyon Değerleme Modeli ve
- Karar Ağacı Modelidir.

Gerçek Opsiyon Değerleme Modeli esneklik unsurunu daha iyi şekilde yansıttığı için Karar Ağacı Modeline göre daha üstündür. Ancak Gerçek Opsiyon Değerleme Modelini uygulamak daha zordur ve her durumda uygulamak mümkün değildir.

Gerçek opsiyonların temel dayanağı, geleceğe yönelik yatırım kararlarındaki belirsizliklerin her zaman için bir olumsuzluk taşımadığı ve yeni fırsatlar yaratarak projenin değerini artırdığıdır.<sup>153</sup> Gerçek opsiyonlar, firmaların opsiyonlarını açık tutmakla yarar sağlayacaklarını savunan bir yaklaşımdır. Dar anlamda gerçek opsiyon yaklaşımı, finansal opsiyon teorisinin finansal olmayan gerçek varlıklar üzerindeki opsiyonlarda uzantısıdır. Finansal opsiyonlar, sözleşmelere (kontratlarla) dayanırken, gerçek opsiyonlar stratejik yatırımlarla ilgilidir. Finansal opsiyonlardan, gerçek opsiyonlara doğru hareket etmek, bir düşünce sistemini gerektirir ve finansal piyasaların disiplinini içsel stratejik yatırım kararlarına getirir.<sup>154</sup>

Gelecek nakit akımları işlem gören mal, hisse senedi veya döviz kuruyla yakından ilişkili ise Gerçek Opsiyon Değerleme Modeli en gerçek sonucu vermektedir. Bu yüzden ki Gerçek Opsiyon Değerleme Modeli en çok madencilik ve petrol üreten sektörlerde kullanılmaktadır. Diğer durumlarda ise Karar Ağacı Modeli nin kullanılması daha doğru sonuçlar vermektedir.

Yüksek riskli teknolojik girişimleri değerlemek büyük beceri gerektirmektedir. Nakit akımlarının tahminin imkânsızlığı ve araştırma geliştirme faaliyetlerinin başarılı sonuçlanacağı hakkındaki yüksek belirsizlik ortamında İNA yöntemini kullanmak olanaklı değildir.

Yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketlerin geçmişi birkaç yıldan öteye gitmez dolayısıyla sınırlı bir geçmiş bilgisi vardır. Bu tarz şirketlerin ürünlerinin yenilikçi karakterde olması nedeniyle bu şirketleri kıyaslayacak rakipleri de bulunmamaktadır. Bunun da ötesinde cari finansal tabloları şirketin asıl değerini oluşturan gelecek potansiyelleri hakkında yeterli bilgiyi vermez. Bu yüzden İNA ve Çarpanlar yöntemi gibi klasik yöntemleri uygulamak zordur.

Bu yöntemi diğer yöntemlerin uygulanamadığı yüksek büyüme potansiyeli içeren şirketler için uygulamak yararlı olacaktır. Bu tarz şirketler için cari verilere dayanan

---

<sup>153</sup> GÜLER, a.g.e., s. 49

<sup>154</sup> CHAMBERS, Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, Marmara Üniversitesi, İİBF Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 26, s.71

yöntemleri uygulamak hem şirket için haksızlık olacaktır hem de çoğu durumda bu yöntemlerin uygulanması mümkün olmayacaktır.

## **2.5. Sermaye Yapısı ve Şirket Değeri**

Sermaye yapısı, şirket tarafından kullanılan finansal kaynakları gösterir. Etkili bir sermaye piyasasında şirket değerini etkileyen en önemli faktörlerden biri sermaye yapısı ve yatırım kararlarıdır.

Firma değerlemesi bakımından ele alındığında ise sermaye yapısındaki değişiklikler firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyeceğinden önem arz etmektedir. Çünkü firmaların finansal yapısı değiştikçe sahip olduğu riski de değişmekte, böylece firmaların hisse senetlerinin getiri olasılıkları da bu değişimden etkilenmektedir.<sup>155</sup>

Burada kısaca, şirketin sabit maliyetli varlık ya da fonlarını, şirketin getirilerini artırmak için kullanma yeteneği olan kaldıraçtan bahsetmekte yarar var. Sermaye maliyeti ile kaldıraç arasında yakın bir ilişki vardır. Finansal kaldıraç arttıkça finansal risk ve bunun sonucunda işletmenin sermaye maliyeti de artmaktadır. Faaliyet kaldırıcı ise kar artışı ile değişken ve sabit maliyetler karşılanarak pay başına gelirin maksimum kılınmasına olanak verir. Finansal kaldıraç, alınan borçlar ya da ayrıcalıklı hisse senetleri gibi sabit maliyetli unsurların, şirketin sermaye yatırımlarındaki getirilerini arttırmak amacıyla kullanımına ilişkin bir finans tekniği olarak tanımlanabilir. Varlıklardan elde edilen getiri, bu varlıklar için harcanan fonlardan yüksek olduğu sürece şirkete dönen getiri artacaktır. Şirket varlıklarını içinde bulunduğu koşullara göre borç veya özsermaye ya da bu iki unsurun karışımı ile finanse eder. Borçlarla finansmanda şirketin faiz ödemeleri yüksek tutarlara ulaşabilir. Özsermaye ile finansmanda şirket sağladığı kazançları pay sahiplerine dağıtma dağıtmak yükümlülüğünde değildir. Elde edilen karlar şirketin kendi bünyesinde tutulabilir veya yeni yatırımlarda kullanılabilir. Özsermaye ile finansmanın maliyeti, özsermayenin başka bir yatırımda kullanılmasından elde edilecek gelirden yoksun kalınmasıdır. Bu durumda varlıkların borç ve özsermayenin bileşiminden oluşan bir fonla karşılanmasının daha uygun olduğu görülmektedir. Varlıkların finansmanı için borç ve özsermayenin birlikte kullanılması durumunda finansal kaldıraç devreye girmektedir. Finansal kaldıraç varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini belirler. Borcun belirli bir düzeye kadar kullanımı

---

<sup>155</sup> HATİPOĞLU, a.g.e., s. 17

şirketin özsermaye karlılığını arttırabilecektir. Ancak bu düzey aşularak borç kullanımına devam edildiğinde şirketin özsermaye karlılığı düşecek ve şirket çeşitli finansal problemlerle karşılaşabilecektir. Dolayısıyla finansal kaldıraç düzeyinin belirlenmesi önem taşımaktadır.<sup>156</sup>

Sermaye yapısı şirket değerini önemli ölçüde etkilemektedir. Sermaye yapısının değişmesiyle sermaye maliyeti ve şirket değeri değişebildiği için, şirketin değerini en üst düzeye çıkarabilmek adına optimum sermaye yapısını bulmak önemlidir. Optimum finansal yapıdan uzaklaştıkça şirket değerine olumsuz etkisi daha çok hissedilir. Optimum finansal yapı şirketten şirkete değişmektedir. Finansal yapı içinde borçların oranı arttıkça faiz yükü ve finansal risk artarak şirket değerini olumsuz etkilemektedir. Borçların oranı azaldıkça ise finansal kaldıraçtan yararlanılmadığı için yine şirket değeri olumsuz etkilenmektedir.<sup>157</sup>

Bir şirketin optimum sermaye yapısını ölçmek için iki temel teknik vardır. Bunların ilki sermaye maliyetini minimize eden borç maliyetini bulma amacıyla hareket eden sermaye maliyeti yaklaşımını dikkate almaktır. İkinci teknik ise şirket değerini maksimize eden borç değerini bulmak için APV (Uyarlanmış Bugünkü Değer) yaklaşımını kullanmaktır.

## **2.6. Göreceli Değerleme Yaklaşımı**

Piyasa yaklaşımı adı da verilen göreceli değerlendirme yaklaşımı, halka açık şirket verilerini kullanan, piyasa tabanlı bir değerlendirme yaklaşımıdır. Piyasa temelli değerlemenin temelindeki kavram, etkin piyasa koşullarında benzer varlıkların, benzer fiyatlarla işlem göreceği varsayımıdır. Çarpanla tabanlı basit fakat güçlü bir değerlendirme yöntemidir.

Göreceli değerlendirme yaklaşımına göre, firmaların değerleri tespit edilirken ilgili sektördeki rakip firmaların piyasa fiyatlarının; kar, defter değeri, satışlar, fvök gibi temel muhasebe verileri ile ilişkilendirilerek elde edilen göstergeler baz alınmaktadır.<sup>158</sup>

Göreceli değerlemede bir şirketi değerlemek için üç temel aşama vardır. İlk aşamada değerlendirme yapılacak şirket için piyasa tarafından fiyatlanmış karşılaştırılabilir ya da

---

<sup>156</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 124

<sup>157</sup> ARKAN, a.g.e., s. 87

<sup>158</sup> HATİPOĞLU, a.g.e., s. 11

benzer şirketler belirlenir. Değerleme bakış açısından bakıldığında, varlıklar arasında aranan benzerliklerin nakit akımları, risk ve büyüme potansiyeli konularında bulunması gerekmektedir. Uygulamada ise genellikle karşılaştırılan şirketlerin aynı iş kolunda olmasına dikkat edilmektedir. Karşılaştırılabilir şirket bulmak oldukça güçtür. Aynı sektörde benzer şirket bulunsa dahi, genellikle bu şirketlerin riskleri ve büyüme potansiyelleri farklı olmaktadır. İkinci aşamada değerlemede kullanılacak uygun oranlar saptanır. Karşılaştırılabilir standartlaştırılmış fiyatların elde edilebilmesi için piyasa fiyatları, ortak bir değişkenle yani çarpanla ifade edilir. Üçüncü ve son aşamada da şirketler arasında standartlaştırılmış değerler karşılaştırılırken, şirketlerin taşıdıkları farklılıklar nedeniyle bir uyarılama işlemi gerçekleştirilir.<sup>159</sup>

Göreceli değerlemenin kullanımı kolaydır ve oldukça yaygın bir kullanım alanına sahiptir. Özellikle aracı kurum veya yatırım bankalarının, araştırma, şirket birleşme ve satınalma raporlarında bu değerlendirme yöntemi sıklıkla kullanılmaktadır. Bunun çok çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Söz konusu nedenlerden ilki bir çarpan ve karşılaştırılabilir şirketler üzerine temellenen bir değerlemenin, indirgenmiş nakit akımı yöntemine oranla çok daha az varsayımla ve çok daha çabuk bir biçimde tamamlanabiliyor olmasıdır. İkinci olarak indirgenmiş nakit akımı değerlemesine göre göreceli bir değerlendirme, çok daha az bilgi gerektirmektedir ve halka açık şirketlerin finansal verilerine ulaşmak gayet kolaydır. Üçüncü neden olarak göreceli değerlemenin çok karmaşık bir yöntem olmaması nedeniyle çok daha kısa bir sürede tamamlanabiliyor olmasıdır. Dördüncü neden, göreceli değerlemenin indirgenmiş nakit akımları değerlendirilmesiyle karşılaştırıldığında çok daha kolay anlaşılabilmesi ve müşterilere sunum açısından da basitliği sayesinde daha kolay aktarılabilmesidir. Beşinci neden olarak göreceli değerlemenin, değerlendirme sürecinde varlık yaklaşımının aksine değerlendirme yapılan şirketin maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarının değerini dikkate alması ve müşteri listeleri ve entelektüel sermaye gibi bilançoda gösterilemeyen çeşitli varlıkları hesaba katması gösterilebilir.<sup>160</sup> Göreceli değerlemenin ürettiği değer tahminlerinin bir dizi varsayım ya da önyargılar yerine hisse senetlerinin gerçek fiyatları ya da işlem fiyatlarını temel alması onun başka bir tercih edilme sebebidir. Son olarak

---

<sup>159</sup> DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation,, Security Analysis for Investment and Complex Business, FT Press, s. 233-234

<sup>160</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ & Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s. 235

göreceli değerlemenin piyasanın cari atmosferi daha iyi yansıttığı söylenebilir. Diğer yöntemler kullanılsa dahi genellikle bu yöneme de atıfta bulunulur.

Bununla birlikte göreceli değerlemenin güçlü yönleri aynı zamanda onun güçsüz yönlerini oluşturmaktadır. Öncelikle bir göreceli değerlemenin kolaylığı olan bir çarpanla bir grup karşılaştırılabilir şirketi bir araya getirmek aynı zamanda risk, büyüme ya da nakit akımı potansiyeli gibi değişkenler göz ardı edildiğinde tahminlerle neticelenebilmektedir. İkinci olarak çarpanların piyasa atmosferini yansıtmaması olgusu, aynı zamanda bir varlığın değerini tahmin etmek için göreceli değerlemenin kullanıldığı durumlarda, piyasanın karşılaştırılabilir şirketleri değerinin üzerinde değerlediğinde varlığın değerini yüksek, piyasanın karşılaştırılabilir şirketleri değerinin altında değerlediğinde ise varlığın değerini düşük bulmasına yol açabilmektedir. Bir başka zorluk karşılaştırılabilir şirket bulmaktaki güçlüktür. Bazı şirketler o kadar sıradışı ya da farklıdır ki kendilerine benzeyen şirket bulunmamaktadır. Bu durum da bir karşılaştırma yapılmasını engellemektedir. Son olarak ise göreceli değerlemenin altında yatan varsayımların şeffaflığının bulunmaması nedeniyle bu tür değerlemenin manipülasyonlara karşı yeterince dayanıklılık gösterememelerinden söz edilebilir.

Eşit faaliyet ve finansal karakteristiklerine sahip olmayan şirketlerin karşılaştırılabilirmeleri adına çeşitli uyarlamalar gerçekleştirmek gerekmektedir ve bu da çarpan adı verilen araçlara ve bu çarpanların emsal grup ile şirketler arasında farklılıklar göstermesine yol açmaktadır.

Piyasada benzer şirketlerin değerlerini karşılaştırabilmek için değerleri bir şekilde onları ortak bir değişkene ölçekleyerek standardize etmek gerekmektedir. Genelde değerler şirketlerin yarattığı kazançlara, defter değerine, yerine koyma değerine, şirketlerin yarattığı gelirlere ya da bir sektördeki şirketlere özel ölçülere göreli olarak standardize edilebilirler. Fiyatların standardize edilmesi için fiyat çarpanları oluşturulmuştur.

Çarpanları, şirketlerin temel verileri arasında oluşturulmuş oransal ifadeler olarak tanımlamak mümkündür. Bu oranların pay kısmında hisse senetlerinin piyasa değeri yani özsermaye değeri ya da şirket değeri yer almaktadır. Payda da yer alabilecek tanımlamalar ise şirketin muhasebesel kazançları, satışlar ya da gelirler, defter değeri ya da varlıkların yerine koyma değeri ve hedefe dair, sektörün diğer faaliyet

karakteristikleridir. Buna göre çarpanın payında özsermayenin ya da şirket değerinin fiyatı, paydada ise uygun finansal durum parametresi yer almalıdır.

Çarpanlar sağladıkları kullanma kolaylığının yanı sıra, kolaylıkla yanlış kullanımlara da yol açabilmektedir.<sup>161</sup>

Çarpanları doğru kullanmanın ve başkalarının yanlış çarpan kullanımlarını fark etmenin dört temel adımı bulunmaktadır.<sup>162</sup> İlk adım çarpanın sürekli bir biçimde tanımlandığından ve karşılaştırma yapılan şirketler arasında daima aynı tarzda ölçüldüğünden emin olunmasıdır. Gerçek yaşamda aynı çarpan değişik değişik kişilerce değişik biçimlerde tanımlanmaktadır. Başkaları tarafında belirlenen çarpanların kullanılması gerektiğinde, bu çarpanların nasıl belirlendiklerinin bilinmesi gerekir. İkinci adım çarpanın yalnızca analiz edilen sektördeki şirketler arasında değil, aynı zamanda tüm piyasadaki şirketler arasında kesitsel dağıtımının farkında olmasıdır. Kesitsel dağılımın bilinmediği durumlarda hesaplanan değer yüksek ya da düşük olup olmadığı bilinmemektedir. Üçüncü adım çarpanı analiz etmek ve yalnızca hangi temel verilerin çarpanı belirlediğini değil, aynı zamanda bu temel verilerdeki değişimlerin çarpanda ne gibi değişiklikler meydana getirdiğini de anlamaktır. Son adım ise karşılaştırma için doğru şirketler bulmak ve bu şirketler arasında süregiden farklılıkları kontrol etmektir.

### **2.6.1. Kazanç Çarpanları**

Göreceli değerlemenin en yaygın şekilde kullanılan ölçüsü kazanç çarpanlarıdır. Bu çarpanlar genellikle öznelliğe yatkın değerlendirme oranlarıdır. Onları etkileyen temel değişkenlerin başlıcaları, beklenen büyüme oranı, beklenen nakit akımı ve şirketin riskliliğidir. Diğer değişkenlerin sabit kalması koşuluyla, riski düşük, temettü dağıtım oranı ile beklenen büyüme oranı yüksek şirketlerin kazanç oranları göreceli olarak daha yüksek değerler almaktadır.

Bir hisse senedi satın alınırken genellikle şirket tarafından yaratılmış hisse başına kazançların bir çarpanı olarak ödenecek fiyat karşılığında hisse başına kazancın ne

---

<sup>161</sup> YALÇIN, Hasan, “**Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama**”, İstanbul, Crowe Horwath, 2014, s.238

<sup>162</sup> KÜÇÜKARABA, Mustafa, “**Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması**” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012, s. 106

kadar getiri sağlayacağına bakılmaktadır.<sup>163</sup> Kazanç çarpanlarıyla değerlemede şirketler muhasebe kazançlarıyla belirlenen bir çarpana dayanarak değerlendirilir. Bu fiyat-kazanç (Price-Earnings – P/E) oranı hisse başına cari oranlar kullanılarak tahmin edilebilmektedir.

Bir şirket satın alınırken, genellikle şirket değeri, o şirketin faaliyet gelirinin (EBIT) ya da faiz, vergi ve amortismandan önceki kazançlarının bir çarpanı olarak tetkik edilir. Bir özsermaye ya da şirket alıcısı için düşük bir çarpan, yüksek bir çarpana oranla daha iyidir fakat bu çarpanlar satın alınan şirketin büyüme potansiyeli ile risk getirilerinden etkilenecektir.

### ***Fiyat-Kazanç Oranı (P/E)***

P/E oranı temelde bir şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kuran bir çarpandır.<sup>164</sup> Şirketin hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların ne kadar ödemeye razı olduğunu gösteren bir orandır. Başka bir ifadeyle P/E oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse senedi kazancının kaç katı olduğunu gösterir.<sup>165</sup> Genellikle şirketin piyasada oluşan fiyatının sektörde yer alan diğer şirketlere oranla nasıl bir konuma sahip olduğu hakkında bilgi sahibi olmak amacıyla kullanılmaktadır.

Yatırımcılar arasında en fazla kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biri olan P/E yönteminin bu başarısının ardında çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bu avantajların ilki P/E yönteminin geleneksel yöntemlerde varsayımı ya da hesabı yapılan risk, büyüme oranı ve temettü ödeme oranı gibi bir takım verilerin kullanılmasına ihtiyaç duymamasıdır.<sup>166</sup> Ayrıca çok basit bir istatistiki veridir. Bir başka avantajı ise bu yöntemde karşılaştırma yapmanın son derece kolay olmasıdır. Risk ve büyüme gibi verileri yansıtmaya yeteneğine sahiptir. Yüksek P/E oranı yatırımcının o şirket için yüksek getiri oranı beklediğini göstermektedir.

Bu oranın dezavantajı olarak ise ilk olarak hisse başına kazanç hesabının gerçeği yansıtmayabileceği söylenebilir. Net kar bir şirketin en fazla manipüle edilebilen kalemlerinden birisidir. Şirketlerin uyguladığı muhasebe politikalarında

---

<sup>163</sup> BİLİR, Hakan, KULALI, İhsan, “ İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi”, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2014

<sup>164</sup> CHAMBERS, a.g.e., s. 193

<sup>165</sup> ELMAS, Bekir, “**Finansal Tablolar Analizi**”, Nobel Akademik Yayıncılık, 2015, s. 252

<sup>166</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat ve AYTÜRK, Yusuf, a.g.e, s.101



etkilenmektedir. Özellikle faaliyet dışı gelir/gider kalemleri önemli sayılabilecek düzeyde yüksek olan şirketlerde kullanılması sakıncalı sonuçlar doğurabilmektedir. P/E'nin ikinci dezavantajı teorik yapısının temettü değerlendirme modellerine oranla daha zayıf olmasıdır. Üçüncü dezavantaj olarak P/E oranının bir hisse senedi için olması gereken oranı değil, hisse senedi için uygun olan P/E oranını göstermesidir. Son dezavantaj olarak da P/E oranı yöntemi ile değerlemenin, zarar eden şirketlerde uygulanamamasıdır.<sup>167</sup> Karı sifıra yakın şirketlerde kullanılması da sakıncalıdır.<sup>168</sup> Zira hisse başına kazançların sıfır, negatif ya da fiyatlara oranla önem taşımayacak şekilde küçük olması durumunda P/E oranı anlamlı bir sonuç vermemektedir.

### ***PEG Oranı***

P/E oranları karşılaştırılabilir olan iki şirket arasındaki P/E oranları farklılıklarını bu iki şirket arasındaki ana temel veri farklılıkları açıklayabilir. Bunlar büyüme ve risktir. Bu iki temel veriden öncelikle büyüme sınanmalıdır. Zira karşılaştırılabilir ki şirketten birinin büyümesinin diğerinden farklı olması, iki şirket arasındaki P/E oranı farklılığını çok iyi bir şekilde açıklamaktadır. İşte iki şirket arasındaki bu büyüme hızı farklılığını hesaplayabilmek için P/E oranında bir uyarılama yapmak gerekmektedir. Bu uyarlamada ortaya PEG oranı çıkmaktadır. Bu oran P/E oranının büyüme oranını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır.

Portföy yöneticileri ve analistler zaman zaman düşük değerlendirilmiş ve yüksek değerlendirilmiş hisseleri tespit etmek ve büyüme farklılıklarını kontrol etmek için P/E oranı ile beklenen büyüme oranını karşılaştırılır.<sup>169</sup> P/E oranı hisse senedinin sağladığı bir birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatı ifade ederken, PEG oranı hisse senedinin, hisse senedinin kazançlarındaki büyüme oranla bir primle mi yoksa bir iskontoyla mı satıldığını göstermektedir.

P/E oranının büyüme oranı (P/E ratio to Growth – PEG) göreceli değerlemenin bir ölçütü olarak kullanılmaktadır ve daha düşük bir değer, bir şirketin düşük değerlendirildiğine işaret ettiği düşünülmektedir. Analistlerin çoğu, özellikle de yüksek büyüyen sektörlerdeki şirketleri izleyenler için bu yaklaşımlar bir çarpanın yapısında

---

<sup>167</sup> SİPAHİ, a.e., s.101

<sup>168</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Üreten, A., Ercan, M., K., Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi, Ankara 2000, s. 258

<sup>169</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 114

var olan basitliği korurken, Şirketler arasındaki büyüme farklılıklarını kontrol etmenin de bir yoludur.

Uyarlama işlemi sonrasında beklenen büyüme oranları etkisi ortan kaldırılmıŐ iki Şirketin P/E oranları karŐılaŐtırılabilmektedir.

P/E oranı ile PEG oranı en yaygın kullanılan kazanç çarpanları olmakla birlikte, analistler tarafından kullanılan başka kazanç çarpanları da bulunmaktadır. Bunlar göreceli P/E oranı, gelecekteki bir yılda P/E çarpanı, Ar&Ge harcamalarından önceki P/E çarpanı ve değer/EBITDA çarpanı olarak sıralanmaktadır.

### ***Göreceli P/E Oranları***

Göreceli fiyat kazanç oranları bir Şirketin P/E oranının, piyasa ortalamasına olan göreceliğini ölçer.

Göreceli P/E oranının değerlemede kullanıldığı iki durum vardır. Bunların ilki bir Şirketin göreceli P/E oranını, o Şirketin tarihi normlarıyla karŐılaŐtırmaktır. İkincisi ise, farklı piyasalardaki Şirketlerin göreceli P/E oranlarını karŐılaŐtırmaktır. Bu farklı piyasalardaki P/E oranlarının oldukça farklı olduğu durumlarda karşılaştırma yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Şirketin P/E oranı, piyasanın ortalama P/E oranı ile aynı ise göreceli P/E oranı 1 olmaktadır. Eğer Şirketin P/E oranı piyasa ortalamasının altındaysa, bu oran 1'den küçük olacaktır. Düşük bir göreceli P/E oranı hisse senetlerinin düşük değerlendiğini ve alım için uygun olduğunu gösterirken, yüksek bir göreceli P/E oranı hisse senetlerinin yüksek değerlendiğini ve satış için uygun olduğunu göstermektedir.

### ***Fiyat/Gelecekteki Kazanç Oranı***

Hisse başına kazancın negatif olduğu Şirketlerde P/E oranı tahmin edilememektedir. Bu durumda P/E oranını kullanabilmek için bu oranda bazı değeriklikler yapılması gerekmektedir. Bunlardan birisi de gelecekte belirli bir yıla ait beklenen P/E oranının yani fiyat – gelecekteki kazanç oranının kullanılmasıdır.

Bu tür bir P/E oranının kullanılabilmesi için, karşılaştırılabilir Şirketlerin beş yıllık beklenen hisse başına kazançları tahmin edilmeli ve elde edilen değerler, birbirleriyle karŐılaŐtırılmalıdır. Örneklemedeki Şirketlerin tamamının, beş yılın sonunda aynı risk, büyüme ve ödeme karakteristiklerini paylaŐtıkları varsayımı altında, düşük

fiyat/gelecekteki kazanç oranına sahip şirketlerin düşük değeriyle şirketler oldukları düşünülmektedir.<sup>170</sup>

### ***Fiyat/Ar&Ge Harcamaları Öncesi Kazançlar***

Ar&Ge harcamaları geleceğe dair bir yatırım olduğundan sermayeleştirilmelidir. Fakat muhasebe standartları gereği Ar&Ge için sarf edilen kaynaklar sermayeleştirilmeden çok harcama olarak görüldüğü için yüksek büyüme oranlarına sahip şirketlerin kazançlarının Ar&Ge harcamaları çıkartıldığında olduğundan az görünme eğilimi bulunmaktadır ve bu da P/E oranının olduğundan daha yüksek görünmesine yol açmaktadır. Buna göre Ar&Ge harcamalarını gider yazan şirketlerin kazançları daha az görünecektir. Ar&Ge harcamalarının sermayeleştirilmesi durumunda ise hisse başına kar daha yüksek olacaktır.

### ***Şirket Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)***

1980 lerde bir şirketin nakit akımını ve kendi borçlarına hizmet etme yeteneğini ölçmek için yeni bir enstrüman ortaya çıktı. Bu yeni aracın ismi faiz, vergi ve amortisman öncesi kazançlardır. (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA) 1990 larda EBITDA bir karlılık ölçüsü olarak yaygın bir şekilde kullanılmaya başladı. Böylesine yayılmasının nedenlerden biride anlaşılmasının kolay olması ve farklı amortisman ve vergilendirme yöntemleri ile karmaşılaştırılmamış yapısıdır.

Şirket değerinin EBITDA ya oranı (EV/EBITDA), şirketin toplam piyasa değerinden nakidin çıkarılarak, faiz, vergiler ve amortisman öncesi kazançlara bölünmesiyle elde edilmektedir. EV/EBITDA oranının yaygın şekilde kullanılmasının başlıca nedenlerinden ilki, bu oranın genellikle pozitif olmasıdır. Şirketinin net karının negatif olduğu durumlarda bile genellikle EBITDA pozitif çıkmaktadır. İkinci neden ise amortisman yöntemlerinin farklılık göstermesidir. Bu durum, net faaliyet karında ya da net karda farklılıklara yol açmaktadır. Üçüncü neden, bu oranının farklı finansal kaldıraçta sahip şirketlerin karşılaştırılmasında farklılıkları ortadan kaldırdığı için, kullanım açısından daha uygun olmasıdır.

---

<sup>170</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçük Kaplan, İ & Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s.264

## 2.6.2. Defter Değeri Çarpanları (Yerine Koyma Değeri Çarpanları)

Piyasalar arz ve talep güçlerine dayanarak bir işletmeye yalnızca bir tahmini değer biçerken, şirkete ilişkin kayıtları tutanlar, aynı işletmenin değeri için muhtemelen çok farklı bir tahmini değeri şirketin tuttuğu kayıtlardan elde ederek kullanmaktadır.<sup>171</sup> Bu yüzden finansal piyasaların bir şirkete ilişkin ürettikleri tahmin ile aynı şirket için muhasebecilerin ürettikleri tahminler genellikle farklı olmaktadır. Muhasebesel bir tahmin olan defter değeri muhasebe kuralları ile belirlenmektedir ve varlıklar için ödenmiş olan orijinal fiyatlardan ve bu satın almalarından itibaren gerçekleştirilen amortisman gibi muhasebesel uyarlamalardan ciddi şekilde etkilenmektedir. Yatırımcılar bir hisse senedinin ne kadar değerlendirildiğinin ya da değersizleştiğinin bir ölçüsü olarak sıklıkla bir hisse senedi için ödedikleri fiyat ile özsermayenin defter değeri arasındaki ilişkiye bakarlar. Ortaya çıkan defter fiyatı değeri oranı yine büyüme potansiyeline ve her bir yatırımın kalitesine bağımlı olarak sektörlere göre büyük değişiklikler gösterebilmektedir. Defter değerinin, varlıkların gerçek değerlerini ölçmede iyi bir ölçü olmadığına inanlar için alternatif bir yol varlıkların maliyetlerinin yerine koyma maliyetlerini kullanmaktır. Şirketin yerine koyma maliyetinin piyasa değerinin oranına Tobin's Q adı verilmektedir.

### *Piyasa Değeri/Defter Değeri*

Piyasa değeri / defter değeri oranı iki büyüklük arasında belli bir kat sayı saptamaya yöneliktir. Firmaların geçmiş verilerinden ya da aynı sektördeki diğer firmaların verilerinden yararlanarak, firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde mevcut defter değeri belirlenir ve daha önce bulunmuş uygun PD/DD oranıyla çarpılır. Uygun oran da benzer firma oranlarından yararlanılarak bulunur. PD/DD oranı ve firmanın değerinin hesaplanması aşağıdaki şekilde hesaplanır<sup>172</sup>:

PD/DD =

Hisse Senedinin Piyasa Değeri

Hisse Senedinin Defter Değer

Hisse Sen. Piyasa Değ. = PD/DD x Hisse Senedi Defter Değeri

Firma Değeri = Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedinin Piyasa Değeri

<sup>171</sup> GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, a.g.e., s. 175

<sup>172</sup> CHAMBERS, a.g.e., s.197-198

Bu yöntem kullanılırken, firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Yöntemde şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamı olarak ifade edilebilir<sup>173</sup>.

PD/DD oranı “1” değerinin altına düştüğü takdirde, hisse senedinin ucuz ve dolayısıyla da iyi bir yatırım seçeneği olduğu kabul edilmektedir. Genel olarak, düşük özsermaye karlılığı ve yüksek PD/DD oranına sahip hisse senetlerinin pahalı oldukları kabul edilirken, yüksek özsermaye karlılığına ve düşük PD/DD oranına sahip hisse senetleri ucuz olarak değerlendirilmektedir.

Bir varlığın piyasa değeri, o varlığın nakit akımlarını ve kazanç gücünü gösterir. Buna karşılık defter değeri, varlıkların tarihi maliyetlerini gösterir ve bu yönüyle bir varlığın kazanç gücünün düşme veya yükselme kaydedebileceğini dikkate alan piyasa değerinden önemli ölçüde farklılık arz eder. İndirgenmiş nakit akımları tekniğine göre daha kolay hesaplanabilen bir referans durumundadır.

PD/DD oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespiti amacıyla kullanılır. Bu yöntemin zayıflığı, değerlemeyi bir noktadaki bilançoya bağlayıp, şirketin devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyelini göz ardı etmesidir. Ayrıca kullanılan oran firmanın özelliklerini yansıtmayabilmektedir<sup>245</sup>. Bunun yanında yöntem, firmalar arası verimlilik farklarını dikkate almaz. PD/DD oranının firmanın faaliyette bulunduğu sektörde yer alan diğer firmalara kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin göstergesi olarak değerlendirilebilir. Yatırımcıların PD/DD oranını sıklıkla kullanmalarının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki defter değerinin piyasa değerleri ile karşılaştırma yapılmasına imkân sağlayan nispeten güvenilir, istikrarlı ve sezgisel düşünmeyi ön plana çıkartan bir değer ölçütü olmasından kaynaklanmaktadır. İkincisi benzer firmalar açısından ele alındığında, PD/DD oranlarını, aşırı ya da düşük değerlendiğinin göstergesi olmasıdır. Üçüncüsü ise fiyat/kazanç oranları kullanılarak değerlendirilmeyen negatif kazançlar elde eden firmaların piyasa PD/DD oranları ile değerlemesinin yapılabilmesidir. Değerlemenin PD/DD oranlarına bağlı olarak yapılmasının dezavantajları da bulunmaktadır. Defter değerlerinin amortismanlar gibi muhasebe uygulamalarından etkilenmesi ve muhasebe standartlarının farklı yorumlanarak uygulanması, PD/DD oranlarının sağlıklı bir biçimde karşılaştırılmasını engellemektedir.

---

<sup>173</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 118

Aynı problem farklı muhasebe standartlarına sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılmasında ortaya çıkmaktadır. İkinci neden, defter değerlerinin maddi duran varlıkları nispeten düşük olan hizmet ve ileri teknoloji sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar açısından fazla bir anlam taşımamasıdır. Diğer bir neden ise, özsermayenin defter değerlerinin, firmanın sürekli olarak negatif yönden kazançlar elde etmesi durumunda negatif çıkmasıdır. Bu durumu, bu tür firmaların PD/DD oranlarının negatif olmasına yol açmaktadır.<sup>174</sup>

Özsermayenin defter değeri, varlıkların defter değeri ile borçların defter değeri arasındaki farktır, büyük ölçüde muhasebe kurallarının belirlediği bir sayıdır.<sup>175</sup> Özsermayenin defter değerinden daha düşük fiyata satılan hisse senetleri genellikle düşük değerlenmiş olarak görülürken, defter değerinden daha yüksek fiyata satılan hisse senetleri ise yüksek değerlenmiş biçiminde yorumlanmaktadır.

P/BV oranı, bir şirketin piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin defter değerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır.

### ***Tobin's Q Oranı***

Q oranı, bir işletmenin borçları ve özkaynaklarının piyasa değerinin mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır. Varlıkların gerçek değeri araştırılırken, defter değerinin iyi bir ölçü olmadığı düşüncesi doğrultusunda başka bir değerlendirme alternatifi olarak varlıkların yerine koyma maliyeti kullanılmaktadır.<sup>176</sup>

Çoğunlukla sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla kullanılmasına rağmen, temettü dağıtım kararlarının hisse senedi değeri üzerine etkisinin ölçülmesi, şirket sahipliği ile özsermaye değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi, yönetsel performansın ölçülmesi gibi konularda da bu orandan yararlanılmaktadır. Tobin's Q teorisinde yatırım, ek bir birim sermayenin (Q) bugünkü indirgenmiş şirket değerinin en olumlu yansıması şeklinde tanımlanmaktadır.

Tobin's Q oranı P/BV oranına benzemekle birlikte önemli farklılıklar da taşımaktadır. Tobin's Q oranında kesrin pay kısmında şirketin yalnızca hisse senetlerine değil, aynı zamanda borçlarına ve özsermayesinin değerine de yer vermektedir. Paydada da şirketin

---

<sup>174</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e. s.119

<sup>175</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat ve AYTÜRK, Yusuf, a.g.e., s. 116

<sup>176</sup> KÜÇÜKARABA, a.g.e., s. 121

yalnızca özsermayesi değil, tüm varlıkları yer almakta ve aynı zamanda da bu varlıklar defter değerlerine göre değil, yerine koyma maliyetine göre hesaplanmaktadır.

Bu oranda Q'nun 1'den büyük olması, şirketin kaynaklarını etkin bir şekilde kullandığını göstermektedir. Böyle bir durumda şirketler yatırım yapma konusunda arzulu olurlar zira sermaye donanımı, onu yerine koyma maliyetinden daha fazla etmektedir. Fakat Q'nun 1' den küçük olduğu durumlarda şirket kaynaklar etkin bir şekilde kullanılmıyor demektir ve bu da şirketlerin yatırım yapmayı durdurmalarına neden olur.

Varlıkların yerine koyma maliyetlerinin artış gösterdiği enflasyonist ortamlarda Tobin's Q oranı P/BV oranından daha düşüktür ve bu iki oran arasındaki fark, şirketlerin varlıkları ne kadar eskiyse o kadar yüksek olma eğilimindedir. Buna karşın, teknolojik gelişmelere bağlı olarak varlıkların yerine koyma maliyetinin, defter değerlerinden daha hızlı azaldığı durumlarda, Tobin's Q oranı, P/BV oranından daha yüksek çıkmaktadır. Q oranının, büyüme fırsatlarına ilişkin bir gönderme olduğu ve bu nedenle de yüksek Q oranına sahip şirketlerin güçlü rekabet avantajları bulunduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda yüksek Q değerlerine sahip şirketlerin marka imajları güçlüdür ve önemli teknik bilgi birikimleri bulunmaktadır.<sup>177</sup>

### 2.6.3. Gelir Çarpanları

Hem kazançlar hem defter değeri muhasebe ölçüleridir ve ikisi de muhasebe kuralları ve ilkeleri tarafından belirlenmektedir. Muhasebesel seçimlerden çok daha az etkilenen alternatif bir yaklaşım, bir varlığın değerinin yarattığı gelire oranını kullanmaktır. Özsermaye yatırımcıları için bu oran hisse başına piyasa değerinin hisse başına yaratılan gelire bölüdüğü fiyat/satış (Price/Sales – PS) oranıdır.

Gelir çarpanları, şirketin özsermaye değerini ya da şirketin yarattığı gelirlere bağlı olarak toplam değerini ölçmektedir. Diğer değişkenlerin sabit kalması durumunda, gelir oranları daha düşük olan şirketler, daha yüksek gelir oranları olan şirketlere göre daha ucuz olarak nitelendirilmektedir.<sup>178</sup>

---

<sup>177</sup> YALÇIN, a.g.e., s.

<sup>178</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ & Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s.276

Gelir çarpanlarının analistlerin ilgisini çekmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Sözkonusu nedenlerin ilki gelir çarpanlarının finansal sıkıntı içerisinde olan ya da yeni kurulmuş bulunan şirketler açısından bile oldukça anlamlı ölçüler sunmasıdır. İkinci neden ise gelir çarpanlarının amortisman, stoklar, Ar&Ge harcamalarının muhasebeleştirilmesi konusundaki farklılıklardan etkilenmiyor olmasıdır. Üçüncü neden olarak gelir çarpanlarının, kazanç çarpanları kadar değişken bir yapı sergilememesi gösterilebilmektedir.<sup>179</sup>

Ancak bu avantajlara karşın gelirlere odaklanmanın çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlar arasındaki en büyük dezavantaj satışlarında önemli artışlar olmasına karşın maliyetlerini iyi yönetemeyerek önemli oranlarda zarar eden bir şirketin, salt gelirlere odaklanan bir değerlendirme yaklaşımı sonucunda gerçeği yansıtmayan bir şekilde yüksek değerli bir şirket olarak hesaplanabilme olasılığıdır.

Yaygın olarak kullanılan iki gelir çarpanı vardır. Bunlar fiyat/satışlar oranı ile şirket değeri/satışlar oranıdır.

### **Fiyat Satışlar Oranı (P/S)**

P/S çarpanı, bir şirketin toplam piyasa değerinin, aynı şirketin son iki ay boyunca gerçekleştirdiği satışlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu oran, P/E oranı aracılığıyla doğrudan satışların net kar marjına bağlıdır. Bununla birlikte henüz kazan. Sağlayamayan ya da bir önceki yılı negatif kazançla kapatan şirketlere de uygulanabilmektedir.

Bir şirketin hisse senedi fiyatının, hisse başına düşen satış tutarına bölünmesiyle elde edilen P/S oranı, aynı sektörde çalışan şirketlerin karşılaştırılmalarında kullanılmaktadır. P/S oranının temelinde yatan varsayım, bir sektördeki brüt kar marjlarının ve işletme etkinliğinin genellikle benzer olduğu şeklindedir. Bu nedenle büyüklük ölçüsü olarak satış tutarının kullanılması, göreceli olarak karında büyüklüğünün ölçülmesi anlamına gelmektedir. Yine şirketlerin birbirlerinden farklı muhasebe uygulamaları yüzünden ortaya çıkabilecek farklılıklarda ortadan kalkmaktadır.

---

<sup>179</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat ve AYTÜRK, Yusuf, a.g.e., s. 109



Bu çarpan, şirketin satışlarıyla, özsermaye değeri arasında ilişki kurmaktadır. Bu nedenle de şirket değeri/satışlar oranında şirketin değeri şirketin gelirlerine bölünürken, P/S oranında özsermayenin değeri şirketin gelirlerine bölünmektedir. Oysa şirketin gelirleri üzerinde hem borç verenlerin hem de ortakların hakları vardır. Bu bağlamda fiyatlar/satışlar oranının payı ile paydası tutarlı değildir. Sözkonusu tutarsızlık yüzünden P/S oranı kaldıraç düzeyi yüksek şirketlerde daha düşük değerlerde seyretmektedir. Bu durum da farklı kaldıraç oranlarına sahip şirketlerin karşılaştırılmasında çeşitli yanlış kararların alınmasına neden olabilmektedir. Bir diğer sorun, P/S oranının, benzer şirketlerin fiyatlarını yalnızca nakit akım tablosunun ilk kalemi olan satışlara göre sıralamasından kaynaklanmaktadır. Zira böyle bir sıralama ile nakit akım tablosunda satışlardan sonra gelen satılan malın maliyeti, araştırma, pazarlama ve genel yönetim giderleri, işletme sermayesi gereksinimindeki değişiklikler ve sabit sermaye yatırımları gibi diğer önemli tüm bilgiler gözardı edilmektedir.<sup>180</sup>

P/S çarpanının en iyi sonuç verdiği şirketler, faaliyetlerinden büyük miktarlarda hasılat elde eden hizmet şirketleridir.

### **Şirket Değeri/Satış Oranları**

Şirket değeri/Satışlar Oranı, P/S oranından farklı olarak şirket üzerindeki tüm hak sahiplerini dikkate alır ve bu nedenle şirketin toplam değerinin satışlara bölünmesiyle elde edilir.<sup>181</sup> Böylelikle P/S oranı çarpanının tutarsızlığı ortadan kaldırılmaktadır.

Bu oranın avantajı, P/E oranı ve P/BV oranı çarpanlarının kullanılmadığı zarar eden ve özsermayesi negatif olan şirketler için anlamlı değerler üretebiliyor olmasındadır. Satış rakamının muhasebe yönünden etkilenmeyen bir kalem olması da bu çarpanın avantajlarındanındır.<sup>182</sup>

P/S oranını etkileyen temel değişkenler net kar marjı, temettü ödeme oranı ve özsermaye maliyeti iken, şirket değeri/satışlar oranını etkileyen temel değişkenler vergi sonrası faaliyet kar marjı, yeniden yatırım oranı ve sermaye maliyeti olmaktadır.

Bu çarpan özellikle perakendecilik sektörü ile internet ve telekomünikasyon sektörleri için kullanılmaktadır.

---

<sup>180</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Üreten, A., Ercan, M., K., Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi, Ankara 2000

<sup>181</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat ve AYTÜRK, Yusuf, a.g.e., s. 109

<sup>182</sup> ÖZTÜRK, a.g.e., s. 119

#### 2.6.4. Sektöre Özgü Çarpanlar

Kazançlar, defter değeri ve gelir çarpanları hangi sektörde olursa olsun tüm şirketler için ve tüm piyasa çerçevesinde hesaplanabilmektedir. Sektöre özgü çarpanlar terimi ise yalnızca dar bir kategoride bulunan şirketlerde kullanılabilen çarpanları kastetmektedir. Sektöre özgü çarpanların payında genellikle şirket değeri yer alır. Bu çarpanların paydasında ise şirkete gelir ve kar sağlayan ya da şirketin değer yaratmasına olanak veren faaliyet birimleri (varil, ton, adet, vb.) bulunur.<sup>183</sup>

Şirket değerini hesaplamak için sektöre özgü çarpanları kullanmanın çeşitli avantajları bulunmaktadır. İlk neden, söz konusu oranın şirket değeri ile şirket faaliyetlerinin detayları ve çıktıları arasında bağlantı kuruyor olmasıdır. İkinci neden, sektörel oranların finansal tablolara ya da ölçülere gönderme yapılmaksızın hesaplanabilmesidir. Bu özellik, sektöre özgü çarpanlara, finansal tablolarına ulaşılamayan ya da finansal tabloları güvenilir olmayan şirketlerin değerlerini karşılaştırabilme yetisi tanımaktadır. Sektörel oranların tercih edilmesinin üçüncü nedeni olarak ise kullanılacak başka hiçbir çarpanın elde edilemediği durumlarda başvurulabilir bir yöntem olmasıdır.<sup>184</sup>

Bazı koşullar altında sektöre özgü çarpanlar belli bir açıklayıcılığa sahip olsalar da iki nedenden ötürü tehlikede arzetmektedirler. Bu tehlikelerden ilki bu çarpanların diğer sektörler için ya da tüm piyasa için hesaplanamamasından ötürü piyasanın geri kalanına görece olarak kalıcı yüksek ya da düşük değerlenmiş sektör değerlemeleri üretebilme olasılığıdır. Yani söz konusu çarpanlar sektörün bir bütün olarak az veya çok değerlenmesine yol açabilmektedir.<sup>185</sup> İkinci tehlike ise sektöre özgü çarpanları, çarpanları iyi kullanmada esaslı bir etken olan temel verilerle ilişkilendirmenin çok daha güç olmasıdır.

Belli başlı sektöre özgü çarpanlar Birim Ürün Başına Değer, Abone Başına Değer, Müşteri Başına Değer ve Site Ziyaretçisi Başına Değer olarak sıralanabilir.

Göreceli değerlendirme ile indirgenmiş nakit akımları modeli arasında genel olarak önemli bir fark mevcuttur. İndirgenmiş nakit akımlarında geleceğe dönük tahminler yapılarak

---

<sup>183</sup> SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat, AYTÜRK, Yusuf, a.g.e., s. 111

<sup>184</sup> Aktaran, YALÇIN, a.g.e., Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ &Başçı, E.S. & Demirgüneş, K., İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Gazi, Ankara, 2008, s.280

<sup>185</sup> BİLİR, Hakan, KULALI, İhsan, “ İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi” , **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** 2014

gelecekte elde edilecek nakitlerden hareketle şirket değeri tespit edilmekte, göreceli değerlemede ise pazardan benzeri şirket için ödenen veya oluşan fiyat baz alınarak şirketin değeri tespit edilmektedir.

Göreceli değerlendirme yaklaşımı ile indirgenmiş nakit akımı değerlendirme yaklaşımı genellikle aynı şirket için aynı anda uygulandıklarında farklı değer tahminleri üretmektedirler. Dahası, göreceli değerlendirmeyle, analistin kullanmak için hangi çarpanı seçtiğine ve göreceli değerlendirme için hangi şirketleri temel aldığına bağlı olarak da farklı değerlendirme tahminlerine ulaşılabilir.

İndirgenmiş nakit akımı değerlemesi ile göreceli değerlendirme arasındaki fark değer bağlamında farklı piyasa etkinliği ya da daha eksiksiz bir deyişle piyasa etkisizliği görüşlerinden ileri gelmektedir. İndirgenmiş nakit akımı değerlendirme, piyasaların hata yaptıklarını fakat bu hataları zaman içerisinde düzelttiklerini ve söz konusu hataların tüm sektörlerde ya da tüm piyasada sıkça gerçekleşebileceğini varsaymaktadır. Göreceli değerlendirme ise piyasalar bireysel hisseler üzerinde hata yapabiliyorlarken ortalamada doğrudurlar. Böylece bir hisse, indirgenmiş nakit akımı yaklaşımında yüksek değerlendirilebilirken, eğer karşılaştırmada kullanılacak şirketlerin tümü piyasa tarafından yüksek fiyatlanmışsa, göreceli değerlendirme temelinde düşük değerlendirilebilmektedir.

### 3. TFRS NİN ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARINA ETKİSİ

Şirket değerlemesi, çeşitli yöntemler kullanılarak şirketin gerçek değerinin belirlenmesi sürecini ifade etmektedir. Bu yöntemlerden her biri farklı varsayımlara dayanarak farklı açılardan şirketin değerini belirlemeye çalışmaktadır. Bundan dolayı kullanıldıkları alanlar ve şirketler çok çeşitli olabilmektedir. Ayrıca her yöntemin kendine özgü üstünlükleri ve sınırlılıkları olduğundan şirket değerlemesini yapmaktaki amaca göre değerlendirme yönteminin belirlenmesi gerekmektedir. Şirket değerlemelerinde başvurulan yöntemlerden biri de defter değeri yaklaşımını kullanarak değerlemenin yapılmasıdır.

Bu doğrultuda defter değeri, şirketin muhasebe kayıtlarına göre ortaya çıkan ve bilançoda yer alan kalemler kullanılarak hesaplanan değerdir. Başka bir ifadeyle şirketin gerçek değerine ulaşmada defter değeri yaklaşımının kullanılmasında temel unsur, şirketin yayınlanmış finansal tablolarındaki bilgilere dayanarak şirketin değerinin belirlenmesidir. Bu yaklaşımda şirketin değerinin, net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır. Burada hesaplama yapılırken değişik muhasebe tekniklerinin kullanılması nedeniyle varlıkların defter değerleri de farklılıklar gösterebilmektedir. Defter değeri esas itibariyle bir işletmenin özsermaye toplamının, diğer bir deyişle işletmenin aktif toplamından borçların düşülmesi suretiyle bulunan öz varlığın, çıkarılmış veya ödenmiş pay senedi sayısına bölünmesi suretiyle bir anlam ifade etmektedir. Şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamına eşittir. Bu yaklaşımda şirketin değeri iki yöntemle hesaplanabilmektedir. İlk yöntemde göre, şirketin değeri, şirkete borç verenlerin, imtiyazlı ve adi hisse senedi sahipleri gibi şirkete yatırım yapanların talep haklarının defter değerinin toplamı olarak ifade edilebilmektedir. İkinci yöntemde ise, şirket değeri, net aktifler toplamından yatırımcıların talepleri dışında kalan diğer yükümlülükleri çıkarılarak bulunmaktadır.<sup>186</sup>

Şirket değerinin bu yaklaşımla belirlenmesinin bir takım sakıncaları vardır. Yaklaşımın en belirgin sakıncası bilançoda gösterilen aktif ve pasiflerin defter değerlerinin piyasa değerine eşit olmamasıdır. Bunun nedeni de finansal tablolarda görünen değerlerin

---

<sup>186</sup> ÇELİK, Orhan, “Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi”, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s.85

tarihi maliyetlere dayandırılmış olmasından kaynaklanmaktadır. Şirket değerinin belirlenmesinde defter değeri yaklaşımının uygulanmasını güçleştiren faktörler şunlardır.

a) Enflasyon

Şirketin bilançosunda gösterilen değerler tarihi maliyetlerle kaydedilmiş olduğundan bu varlıkların fiyatlarının enflasyona bağlı olarak yükselmesi bilançoğa yansımaz. Bu açıdan bilançonun aktifinde yer alan varlıkların defter değeri Pazar değerinden düşük olur. Her ne kadar şirketler enflasyon muhasebesi uygulayarak bu sakıncayı ortadan kaldıracabileceklerse de, enflasyon muhasebesinin uygulanmasında da bir takım sınırlılıklar söz konusudur.

b) Teknolojik Yıpranma

Şirketin bilançosunda yer alan bazı maddi duran varlıklar yeni teknolojilerinin geliştirilmesi nedeniyle değer kaybına uğrayabilir. Teknolojik yıpranma etkisi ile maddi duran varlıkların pazar değeri düşmüş olabilir. Her ne kadar bu varlıklar için amortisman ayrılıyor olsa da ayrılan amortisman miktarı teknolojik yıpranmanın yarattığı değer düşmesini karşılamayabilmektedir. Özellikle hızlı teknolojik gelişmeler bazı maddi duran varlıkların ekonomik ömrünü çok kısaltmaktadır. Böyle bir durumda defter değeri yönteminin kullanılması uygun bir yöntem olamamaktadır.

c) Entelektüel Sermaye

Şirketlerin bilançosuna yansımayan, ancak işletmenin fonksiyonlarını yerine getirmesini sağlayan maddi olmayan varlıkları da sözkonusu olabilmektedir. Şirketin örgüt yapısındaki üstünlükleri, ürettiği ürünlerin markası, şirketin ürünlerinin tüketicilerin gözündeki yeri, uyguladığı pazarlama sistemi gibi parayla ifade edilmesi son derece güç varlıklar, diğer varlıklarla bir bütün olarak şirketin başarısında etkili olmaktadır. Defter değeri yönteminde bu varlıklar şirket değerlemesinde dikkate alınmamaktadır. Oysa bu varlıklar da şirketin değerinin oluşmasında etkili olmaktadır.<sup>187</sup>

Entelektüel sermayenin en belirgin özelliği gayri maddi ve soyut olmasıdır. İkinci özelliği ise işletmenin finansal sonuçları bakımından değerli olmasıdır. Üçüncü özellik ise büyük ölçüde insan ile ilişkili bulunması ve şirketlere rekabet avantajı sağlamasıdır.

---

<sup>187</sup> ÇELİK, a.g.e, s. 86

Entelektüel sermaye üç şekilde ortaya çıkmaktadır.

**İnsan Kaynakları**, işletme çalışanlarının bireysel olarak kendilerine verilen görevleri yerine getirebilmeleri için sahip oldukları ve kullandıkları bilgilerin yeteneklerin deneyimlerin ve yaratıcılık özelliklerinin bir arada hali insan sermayesini oluşturur.

**Yapısal sermaye**, örgütsel sermaye olarak da kullanılan yapısal sermaye, işletme çalışanlarının verimliliğini destekleyen donanım, yazılım, veri tabanları, organizasyonel yapı, patentler, markalar gibi değerlerden oluşmaktadır

**Müşteri sermayesi**, ise şirketin müşterileri, tedarikçileri, rakipleri ve ilişki içerisinde bulunduğu tüm çevresel unsurları kapsamaktadır. Müşteri sermayesi, güvenilir ve kaliteli hizmet sağlama, müşteri memnuniyeti ve sadakati ile şirket için bir değer oluşturan tüm dışsa unsurların bütünüdür ve aşağıdaki durumlardan ortaya çıkan marka değeri ve şerefiyeyi kapsamaktadır.

Şirket Çalışanlarının işleri etkin biçimde yürütmeleri sağlayan uzun süreli ilişkiler

Şirketin ürünlerinin satışını ve pazarlamasını kolaylaştıran bilinirliği

Şirketin karlı yatırım yapabilme olanakları

Şirketin ürünlerini tanıyan ve destekleyen tedarikçi ve dağıtımçı ağı

Entelektüel sermaye şirketin sürekliliğinden ayrılamamakta ve şirket başka bir şirkete satıldığında ya da işletme birleşmelerinde hesaplanarak bilançoya yansıtılmaktadır. Bu nedenle, marka değeri ve şerefiye, defter değeri yaklaşımında ihmal edilmektedir.<sup>188</sup>

Defter değeri kavramının daha iyi anlaşılabilmesi için öncelikle “net defter değeri” kavramına bir açıklık getirilmesi gerekmektedir. Net Defter değeri, amortisman tabi bir sabit kıymetin defter değerinden, birikmiş amortisman değerinin düşülmesi suretiyle tespit olunur. Diğer taraftan bilanço kalemlerinde yer alan bir kısım varlıkların değer düşüklüğü karşılıklarının da defter değerinin tespitinde dikkate alınması gerekmektedir.<sup>189</sup>

---

<sup>188</sup> DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, a.g.e., s. 64-79

<sup>189</sup> İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, “Defter Değerinin Hesaplanması” Rapor 08/25-26-27-28 15 Temmuz 2008

Yapılan değerlemeler sonucunda bir varlığın defter değeri artış veya azalış yönünde değişiklik gösterebilmektedir. Artış durumunda artan değer miktarı bilançoda öz kaynaklar altındaki değerlendirme fonuna kaydedilirken azalış durumunda ise azalan miktarın gider olarak gösterilmesi gerekmektedir.

Bir varlığın net satış fiyatı veya kullanım değerinin defter değerinin üzerinde olduğunda o varlıkta değer düşüklüğü olmadığı sonucuna varılır. Net satış fiyatının kullanım değerinin üzerinde olması kaydıyla net satış fiyatı, yerine koyma maliyeti olarak kabul edilir. Bu durum genellikle satılmak üzere elde bulundurulan varlıklar için geçerlidir.

Bir varlığın değerinde azalma belirtisi olup olmadığını tespit etmek için asgari olarak varlığın piyasa değerindeki düşüşler, dönem içinde faiz oranlarında oluşan değişiklikler, piyasadaki çeşitli olumsuz gelişmeler, varlıkta herhangi bir hasar veya yıpranma olup olmadığı varlığın gelecekteki durumunun tahmin edilmesinde kullanılacak diğer finansal veriler dikkate alınmalıdır.

Varlıkların elde edilebilir değerinin belirlenmesi veya tahmin edilmesi önemlilik ilkesi esas alınarak yapılmalıdır. Önceki dönemlerde yapılmış tespitlerde varlığı yerine koyma maliyetinin, defter değerinden önemli ölçüde yüksek olduğunun belirlendiği ve bu belirlemeyi değiştirecek aksine bir bulguya ulaşamadığı durumlarda ilgili dönem içinde yeniden belirleme yapılmamaktadır.

Varlıkların defter değerleri tarihi maliyetlere dayandığı için defter değerlerinin değer yitirme faktörünün etkilerini içerecek biçimde düzeltilmeleri gerekmektedir.

Bazı varlıklar fiziksel, ekonomik ve fonksiyonel nedenlerden dolayı kullanım sürelerinin bitiminden önce değerlerini yitirebilmektedir.

**Değer Yitirme Faktörü:**

**Fiziksel Değer Yitirme:** Normal şartlarda birçok varlığın değerlerini yitirme nedenlerinin başında varlıkların kullanımından kaynaklanan değer kaybı gelmektedir. Varlıkların kullanımlarından dolayı oluşan değer kaybına uğraması fiziksel değer yitirme olarak sınıflandırılmaktadır.

**Fonksiyonel değer yitirme:** Varlığın tasarımındaki hatalardan kaynaklanan değer kaybını işaret etmektedir. Genellikle varlığın boyutundan ya da modern olamamasından kaynaklanmaktadır.

Ekonomik Değer Yitirme: Varlığın dış nedenlerle faydasını kaybetmesinden kaynaklanmaktadır.

Bir varlığın değer yitirme etkisinin ölçülmesinin bir yolu, varlığın piyasa değeri ve net defter değeri arasındaki farkın belirlenmesidir. Ancak tüm varlıklar için piyasaların bulunmayışı bu yöntemin geçerliliğini azaltmaktadır. Değer yitirme etkisinin ölçülmesi için geliştirilen diğer bir yol da varlığın nakit yaratma yeteneğinin tahmin edilmesidir. Bu yöntemde, değer yitirme etkisi varlıktan gelecekte elde edilmesi beklenen nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değeri ile net defter değeri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Ancak varlıktan beklenen nakit akışlarının tahmin edilmesi defter değeri yaklaşımını şirket değerlemesinde kullanılan diğer bir yaklaşım olan indirgenmiş nakit akımları yöntemine benzetmekte ve defter değeri yaklaşımının ayrı bir yaklaşım olarak kullanılmasını engellemektedir.

Hisse senedinin piyasa fiyatı ve defter değeri arasındaki farklar Tablo 4’de açıklanan durumlardan kaynaklanmaktadır.

**Tablo 4: Piyasa Değerinin Defter Değerinden Farklaşmasının Nedenleri**

<b>Piyasa Değerinin Defter Değerinden Farklaşmasının Nedenleri</b>	<b>Açıklama</b>
Varlıklar yakın bir tarihte satın alınmamıştır.	Tarihi maliyet ve cari değer arasındaki fark büyüktür.
Varlık kullanım süreleri ve oranları varlıkların değer yitirme etkilerini yansıtmamaktadır.	Varlık kullanım sürelerinin ve oranlarının seçiminde yanlışlık yapılmaktadır.
Varlıkların büyük bölümü tanımlanamayan maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır.	Maddi olmayan duran varlıklar bilançoda raporlanmamıştır.

*Kaynak: DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, “Ufrs (Tfrs)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı”, Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi. 23, (Eylül 2007): 65-79*



Kamuyu aydınlatma sürecinde en önemli araç muhasebe bilgileridir. Muhasebe bilgi sistemi şirketin paydaşları için en uygun bilgilerin üretilmesi ve raporlanmasını sağlamaktadır.<sup>190</sup>

Muhasebe, işletmelerde faaliyet sürecinde meydana gelen ve para ile ifade edilebilen olayların, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak, sistemli bir şekilde kaydedilmesi, sınıflandırılması, özetlenmesi ve sonuçta bu sürece ilişkin bilgilerle, bu sürecin bitiminde ulaşılan durumun şirketlerin paydaşlarına raporlanması olarak tanımlanabilmektedir. Muhasebe sistemini, iki temel kategoriye ayırmak mümkündür. Bunlardan ilki Yönetim muhasebesi, işletme içindeki kullanıcılara, diğer bir deyişle işletmenin kendi yöneticilerine yönelik bilgi hazırlama sürecinde kullanılan yöntemleri kapsamaktadır. Finansal muhasebe ise bir şirkete ait finans, yatırım ve işletme faaliyetlerinin ölçülmesi ve bu ölçümlerin karar verme durumunda olan yatırımcı ve borç verenlere raporlanması sürecidir. Yatırımcılar bir işletmenin hisse senetlerini alma veya satma aşamasında, borç verenler ise bir firmaya borç verip vermeme konusunda karar verirken, işletmenin performansının ve finansal durumunun yansıtıldığı finansal tablolar etkiler.

*Muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatlarına yansımaları*, muhasebe sisteminden elde edilen rakamların firma değerini etkileyen bilgileri içerme veya özetleme kabiliyeti olarak tanımlanabilir. Yansıma derecesi geleneksel olarak muhasebe rakamları ile piyasa verileri arasında yüksek korelasyon olmasını ifade etmektedir. Bu durumda muhasebe verileri piyasa fiyatları ve getirilerle ne kadar ilişkiliyse, bu verilerin piyasaya yansımaları da o kadar yüksektir.<sup>191</sup>

Ülkelerin hukuki ve politik seçimlerinin bir sonucu olarak ülke mevzuatına dâhil olan muhasebe standartları muhasebe kalitesini doğrudan etkiler. Çünkü birçok ülkede muhasebe standartlarını belirleyen ve ülke mevzuatına uyarlayan kurumlar vergi otoriteleri, bankalar, hissedarlar, yöneticiler ve sendikalar gibi finansal bilgi kullanıcıları tarafından önemli baskı altında kalırlar. Bu çıkar grupları muhasebe

---

<sup>190</sup>ÇELİK, Orhan, XVIII. Türkiye Muhasebe Kongresi, Güçlü Ve Özgür Bir Ülke İçin Muhasebe Kültüründe Devrim, Editör Dr. İpek Türker, 23 - 24 Eylül 2010 Ankara, Türmob Yayınları - 399 2011, S.42

<sup>191</sup> KARABAYIR, a.g.e., s. 93

standartlarının mevzuatlara dahil edilmesinde çok büyük etkilere sahiptir ve muhasebe kalitesi de çıkar gruplarının bu müdahalelerinden etkilenir.<sup>192</sup>

Muhasebe uygulamaları açısından varlık ve yükümlülüklerin değerlerinin işletme ile ilgili tüm taraflar açısından kabul edilen objektif bir değer olması gerekmektedir. Muhasebede varlık ve yükümlülüklerin objektif değerleriyle sunulabilmeleri amacıyla farklı değerlendirme ölçüleri geliştirilmiştir.<sup>193</sup>

Dünyada ve ülkemizde UFRS/TFRS' lerin kullanılmaya başlanmasıyla finansal bilgilerin doğru ve güvenilir, anlamlı ve karşılaştırılabilir olması; şirket, yatırım ve finansman kararlarının sağlıklı alınması sağlanmaktadır. Finansal tabloların, kullanıcılarının ihtiyaç duyduğu işletme sonuçlarını doğru, gerçek durumu yansıtan, karşılaştırılabilir, tutarlı, güvenilir, dengeli ve anlaşılabilir olarak yansıtılabilmesi için uyulması gereken ilke ve kurallar bütünü olarak tanımlanabilen muhasebe standartlarının oluşturulması ve bu muhasebe standartlarına uyum, küreselleşen finansal bilgilerin güvenilirliğinin artmasını sağlamaktadır.

Muhasebe standartları, finansal tabloların işletmelerin ekonomik faaliyetlerini yansıtacağı ölçütleri belirler. Finansal tablolar muhasebe standartlarına uyularak hazırlandıklarında tabloların kabul edilme ve dikkate alınmaları güç kazanır. Finansal tabloların kamuya açıklanmaları halinde yapılacak denetimlerde şeffaflığı sağlayacak göstergeler olarak muhasebe standartları esas alınır.<sup>194</sup>

Sermaye piyasalarındaki bu gelişmeler, güvenilir finansal bilgilerin uluslararası düzeyde karşılaştırılabilirlik özelliğinin sağlanmasını zorunlu kılmaktadır.<sup>195</sup>

TFRS/UFRS' lerin şirketlerin finansal tabloları arasında karşılaştırılabilirliği artırdığı ve bu durumun da yatırımcıların finansal bilgiyi işleme maliyetlerini azalttığı görüşü

---

<sup>192</sup> KARABAYIR, a.g.e., s. 77

<sup>193</sup> AKTAŞ, Rafet, DERAN, Ali, "Fair Value Kaşılığı olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** 8/2, 2006

<sup>194</sup> TÜRKER, Masum, "Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu'nun Doğuşu ve İşlevleri" I. Muhasebe Standartlar Sempozyumu Bildiriler Kitabı. İzmir S M M M Odası yayını, İzmir 1996

<sup>195</sup> ŞEN, Kıymetli, İlker, "Üretim İşletmelerinde Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının (Tms/Tfrs) Maliyet Sistemlerine Etkileri Ve Bir Uygulama " Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2010

hâkimdir. Daha düşük maliyetli finansal bilgi ise sermaye piyasalarının etkinliğini artırmaktadır.<sup>196</sup>

Günümüzde, ulusal ve uluslararası alanlarda ortak muhasebe standartlarının kullanımı finansal tablo hazırlayıcıları ve kullanıcıları için ortak bir muhasebe dilini oluşturan ve gerek hazırlayanlar gerekse aynı veya farklı ülkelerde bulunan ve bu finansal tabloları karar verme sürecinde kullananlar için büyük kolaylık sağlamaktadır, Böylelikle, farklı muhasebe standartları kullanarak birden fazla finansal tablo hazırlama gereği ortadan kalkacak ve maliyetler de düşecektir. Muhasebe uluslararası bir dil olarak finansal tabloları ve muhasebe verilerini üretirse ekonomik gelişme sağlıklı ve dengeli olur.<sup>197</sup>

Türkiye Finansal Raporlama Standartları çerçevesinde düzenlenen bilançoda birçok varlık ve yükümlülük gerçeğe uygun değerlerine bağlı olarak raporlandığı için muhasebe kayıtlarının defter değeri yaklaşımı açısından kalitesi artmakta ve defter değeri yaklaşımı kullanılabilir duruma gelmektedir. Bunun yanında başka ülkelerden fon sağlamak isteyen uluslararası şirketlerin, mali tablolarının ayrıca bir düzeltmeye veya yeniden düzenlemeye gerek kalmadan diğer ülkelerde de kabul görmesi başta maliyetlerin azaltılması ve yatırımcının korunması olmak üzere birçok avantaj sağlamaktadır.

Bu doğrultuda ülkemizde oluşturulan Türkiye Muhasebe ve Denetleme Standartları Kurulunun (TMSK) amacı, yönergenin 1 nci maddesine göre, "denetlenmiş mali tablolarının sunumunda ihtiyaca uygun, gerçek, güvenilir, dengeli, karşılaştırılabilir ve anlaşılabilir nitelikte olmaları için ulusal muhasebe ilkelerinin gelişmesini ve benimsenmesini sağlayacak ve kamu yararı için uygulanacak ulusal muhasebe standartları ile muhasebe meslek mensuplarının denetim faaliyetlerini disiplinli yürütebilmeleri için ulusal denetim standartlarını saptamak ve yayınlamaktır.<sup>198</sup>

TFRS' lerin kullanımı ile şirketlerin finansal tabloları, finansal bilgi kullanıcılarına daha doğru bilgiler sunmaktadır. Şirket değerlemelerinde kullanılan defter değeri yaklaşımındaki düzeltme ihtiyacı TFRS' lerin uygulanmaya başlamasıyla azalmaktadır.

---

<sup>196</sup> KARABAYIR, a.g.e., s. 73

<sup>197</sup> TÜRKER, Masum, Sürekli Ekonomik Gelişme: Muhasebe ve Denetimin Rolü, **Halil Kocacık Armağan**, ss. 233-239 Temel Eğitim ve Staj Merkezi Yayın No: 63, Ankara, 2005

<sup>198</sup> TÜRKER, Masum, "Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu'nun Doğuşu ve İşlevleri" I. Muhasebe Standartlar Sempozyumu Bildiriler Kitabı.İzmir S M M M Odası yayını, İzmir 1996, s. 5

Etkin piyasa koşullarında bilançodaki varlık ve yükümlülükler TFRS' lerdeki değerlendirme ölçüleri ile değerlendirildiğinden, defter değeri yaklaşımı ile piyasa değeri arasında büyük farkların oluşması beklenmemektedir. Ancak TFRS de varlık ve yükümlülükler değerlendirilirken amaç finansal tablolarda yer alan unsurların gerçeğe uygun değerleri ile gösterilmesi olmasına rağmen, TFRS de bazı varlık ve yükümlülüklerin aktif piyasanın bulunmayışından ve standartlardaki ihtiyatlılık ilkesinden dolayı gerçeğe uygun değerlerinin hesaplanması zordur<sup>199</sup>

### **3.1. TFRS' deki Değerleme Ölçüleri**

Finansal tablolarda sunulan bilgilerin tüm çıkar gruplarının bilgi ihtiyacını karşılaması gerekmektedir. Finansal tablolarda yer alan varlık, borç ve özkaynak kalemlerinin güvenilirliği ve gerçeğe uygunluğu, kullanılan değerlendirme ölçülerinin her varlık ve kaynak unsuru için, ilk kayıt tarihinden ve takip eden dönemlerde, doğru bir şekilde kullanılmasına bağlıdır. Değerleme işleminde finansal tablo kalemlerinin değerlemeye tabi tutulması nedeniyle, bu verilere dayanılarak hazırlanan finansal performans ve duruma ilişkin bilgiler bu süreçten doğrudan etkilenmektedirler. Dolayısıyla, değerlendirme işlemi aynı zamanda finansal bilgi kullanıcıları olan çıkar gruplarını da doğrudan veya dolaylı olarak etkilemektedir. Değerleme bir bütün olarak işletmenin başarı ve başarısızlığını, çalışanların ve yöneticilerin performansını ölçmek için ve ne kadar vergi tahakkuk ettiğini saptamak açısından da önemli bir süreçtir.

Değerlemedeki en önemli amaç, Finansal tablolarda işletme varlık ve borçlarının gerçek değerleriyle yer alabilmelerini ve dönem kârının doğru olarak ölçülmesini sağlamak olmasına rağmen, değerlendirme sadece bu amaçla yapılmaz. Varlıkların işletmelere sermaye olarak konulmasında, işletme birleşmeleri, bütün olarak işletme alımı ve satımı ile hisse alımı gibi işlemlerde de değerlendirme yapılması gerekmektedir. Bu gibi durumlarda sadece belli varlıklar değil, bir bütün olarak işletmenin değeri önem kazanır ve işletmenin değerinin tespiti amacıyla değerlendirme yapılması gerekmektedir. Bunların yanında sermaye piyasasının önemli aktörlerinden biri olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, varlık alım satımı ve kiralama işlemleri sırasında değerlendirme yaptıkları gibi, tüm gayrimenkullerini yılda en az bir defa değerlemeye tabi tutmak ve portföy değer tablolarını bu değerlendirme sonuçlarına göre düzenlemek durumundadırlar. Bu

---

<sup>199</sup> İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, "Defter Değerinin Hesaplanması" Rapor 08/25-26-27-28 15 Temmuz 2008

açıklamalardan da görüleceği gibi değerlemenin konusu çok geniş olup finansal raporlama açısından değerlemenin konusunu işletmeye ait varlık ve yükümlülükler oluşturmaktadır. Özkaynak unsurlarının değerlemesi de bu sürece dahildir.

TFRS' lerde direkt ölçüm esası olarak gösterilmese de genel çerçevede gerçeğe uygun değer kavramına sık sık vurgu yapılmakta varlık ve borçların gerçeğe uygun bir şekilde ölçülmesi, değerlendirilmesi ve finansal tablolarda raporlanmasının, finansal tablo kullanıcılarının bilgi ihtiyacının en iyi bir şekilde karşılanmasına neden olacağı ifade edilmektedir. Literatürde "Fair value" nin karşılığı olarak kullanılan "gerçeğe uygun değer" kavramı, "makul değer" şeklinde de kullanılmaktadır. "Fair value"nin karşılığı olarak kullanılan "gerçeğe uygun değer", "makul değer" şeklinde de kullanılmaktadır. Uluslararası muhasebe standartlarında makul değer öncelikli bir değerlendirme ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Makul değer ölçüsünün ne olduğu sorusunun gerçek yanıtı "makul değer kişisel karardır"<sup>200</sup>. Kişisel kararları da içeren makul değer uluslararası muhasebe standartlarında öncelikli bir değerlendirme ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Uzun yıllar muhasebe mesleği disipline edilmeden muhasebe uygulamalarının yaygınlaştığı ülkemizde, muhasebe standartlarının diğer bir işlevi, çeşitli ülkelerde olduğu gibi, muhasebe standartları ile yalnız devleti gözeten ve mevzuata dayanan dağınık muhasebe uygulamalarını disiplin altına almaktır. Türkiye Muhasebe Standartları, uygulamayı önemli ölçüde etkileyeceği gibi, muhasebe eğitiminde verimliliği sağlayacaktır.<sup>201</sup>

Değerleme, finansal tablolarda yer alan unsurların bilanço ve gelir tablosunda tahakkuk ettirilecekleri ve gösterilecekleri parasal tutarların belirlenmesi işlemini ifade etmektedir. Değerleme işlemi aynı zamanda uygulanacak ölçüm esasının da seçilmesini de içermektedir. Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK)'nun belirlediği kavramsal çerçevede yer alan ölçüm esasları aşağıdaki gibidir:

- Tarihi Maliyet
- Cari Maliyet
- Gerçekleşebilir Değer (Ödeme Değeri)
- Bu günkü değer

---

<sup>200</sup> HAROLD Jr. BIERMAN, Financial Accounting Theory, The Macmillan Company, New York, 1965, s. 2

<sup>201</sup> TÜRKER, İpek, a.g.e. s. 95

- Gerçeğe Uygun Değer

### **3.1.1. Tarihi Maliyet (Maliyet Bedeli)**

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulunun belirlemiş olduğu kavramsal çerçevede Tarihi maliyet kavramı varlıklar ve borçlar için ayrı ayrı tanımlanmaktadır. Varlıkların tarihi maliyeti “varlıkların elde edildikleri tarihte alımları için ödenen nakit veya nakit benzerlerinin tutarları ile veya onlara karşılık verilen varlıkların piyasa değerleri” olarak tanımlanmaktadır. Borçların tarihi maliyeti ise, “borç karşılığında elde edilen tutarı ile veya işletmenin normal faaliyetlerinden kaynaklanan borçlarda, örneğin kurumlar vergisinde olduğu gibi, borcun kapatılması için gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilir.” Şeklinde açıklanmaktadır.<sup>202</sup>

Değerleme sürecinde stok, arsa ve arazi, bina, makine ve benzeri maddi duran varlıklar gibi parasal olmayan varlıkların para cinsinde ölçülmesinde genelde tarihi maliyet yöntemi kullanılır. Tarihi maliyet esaslı ölçüm, göreceli olarak daha güvenilir bilgilerin üretilmesine katkı sağlarken, özellikle enflasyon dönemlerinde finansal tabloların gerçeklerden uzak veri ve bilgi sunmasına yol açar. Bu nedenle, ilk kayıt anından sonraki bilanço dönemlerinde, varlık ve yükümlülüklerin değerlemesinde tarihi maliyetlerin ölçü olarak alınması finansal tablolarda yer alan finansal bilgileri kullanıcılar açısından yetersiz kılmaktadır. Finansal tablolardaki tutarların enflasyon düzeltilmesine tabi tutulması tarihi maliyet esasının zayıf yönünü kısmen telafi etmektedir.

### **3.1.2. Cari Maliyet (Yenileme Maliyeti)**

Cari maliyetin esas alındığı ölçüleme biçiminde varlıklar, aynı varlığın veya bu varlıkla eşdeğer olan bir varlığın alınması için hâlihazırda gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilmektedir. Borçlar yükümlülüğün kapatılması için gereken nakit veya nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterilmektedirler.

Cari maliyet ölçüsünde esas alınan değer cari değerdir. Değerlemede cari maliyet ölçüsünün kullanılması durumunda, ilgili varlığa ilişkin olarak daha önce hesaplanmış değer önemsiz kalmaktadır. Bu durumda değerlemeye tabi varlığın yerine alınacak aynı veya benzeri varlığın, değerlendirme tarihindeki satın alma fiyatı önemlidir.

---

<sup>202</sup> ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları, TÜRMOB Yayınları-407, s.23

### **3.1.3. Gerçekleşebilir Değer (İtfa Değeri)**

Varlıklar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, bir varlığın elden çıkarılması halinde ele geçecek olan nakit ve nakit benzerlerinin tutarıdır. Borçlar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, kapatılmaları için ödenmesi gereken nakit ve nakit benzeri değerlerin iskonto edilmemiş tutarı ile gösterilmektedir. Net gerçekleşebilir değer ise, işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının düşülmesiyle elde edilen tutarı ifade etmektedir.

Cari maliyet esası ile gerçekleşebilir değer esasını karşılaştırıldığında cari maliyet esasının varsayımsal satın almaya dayandığını, gerçekleşebilir değer esasının ise varsayımsal satma yaklaşımına dayandığı ifade edilebilmektedir.

### **3.1.4. Bugünkü Değer (Kullanım Değeri)**

Bu değerlendirme ölçüsüne göre varlıklar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, ileride yaratacakları net nakit girişlerinin bugünkü iskonto edilmiş değerleri ile gösterilmektedir. Borçlar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, kapatılmaları için ileride ödenmesi gereken net nakit çıkışlarının bugünkü iskonto edilmiş değerleri ile gösterilmektedir. Kullanım değeri esas itibarıyla varlıkların geri kazanılabilir tutarlarını tespit etmekte kullanılan bir hesaplama biçimidir. İşletmeye özgü bir değer olup, tamamıyla işletmenin geleceğe yönelik tahminlerine dayalı olarak hesaplanmaktadır.<sup>203</sup> Bugünkü değer ölçüsü, giriş değeri ve çıkış değeri olmayan varlık ve yükümlülüklerin değerlerinin belirlenmesinde bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Literatürde bugünkü değer, net bugünkü değer, kullanım değeri veya cari ekonomik değer olarak da ifade edilmektedir.

## **3.2- Gerçeğe Uygun Değer Kavramı**

Her ne kadar Kavramsal çerçevede ölçüm esasları başlığı altında yer almasa da gerçeğe uygun değer kavramına diğer standartlarda sık sık yer verilmektedir.

---

<sup>203</sup> Bu değerlendirme ölçülerinin saptanmasında ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları, TÜRMOB Yayınları-407'dan yararlanılmıştır.

TFRS (UFRS) gerçeğe uygun değeri “*tarafsız, danışıklı olmayan, ilişkili taraflar arasında olmayan ve objektif olan, bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen tutar*” olarak tanımlamaktadır.

TFRS’lerle finansal tablolara yansıtılan ekonomik değişikliklerin ve farklı kaynaklardan, farklı zamanlarda, farklı değerlerle elde edilen aynı varlıkların finansal tablolarda aynı değerlerle gösterilmesine olanak sağlamaktadır.

Ancak bu tanım, piyasaların etkin olmamasından dolayı net gerçekleştirilebilir değer, geri kazanılabilir değer, kullanım değeri gibi alternatif gerçeğe uygun değer bileşenlerinin genellikle birbirinden farklı olması nedeniyle eleştirilmektedir. Bunun yanında, gerçeğe uygun değer ölçümü, bu ölçümü esas alarak yapılan değerlemelerdeki dalgalanmaların her zaman şirketin finansal durumundaki değişimleri yansıtmaması, her zaman şirketin gerçek işlemlerine dayanmaması ve genellikle yüksek maliyetli bir süreç olması nedeniyle de eleştirilere maruz kalmaktadır.

Gerçeğe uygun değer belirlenmesi için kullanılan bilgiler güvenilirlik seviyesi açısından çok çeşitlilik göstermektedir. Belirlenen gerçeğe uygun değer doğruluğu ve makul olması büyük ölçüde kullanılan verilerin ve tahmin tekniklerinin güvenilirliğine bağlıdır. Bu nedenle gerçeğe uygun değer ölçümlerinin devamlılık ve karşılaştırılabilirliğini güçlendirmek için FASB kullanılacak girdileri (bilgileri) hiyerarşik bir sıralamaya tabi tutmuştur.<sup>204</sup>

Sözkonusu nihai taslakta gerçeğe uygun değer üç seviyesi belirlenmiştir.<sup>205</sup>

#### Seviye Bir

Seviye bir, gerçeğe uygun değer ölçülmesinde kullanılan girdilerin en güvenilir olanlarını belirler. Bu girdiler gözlemlenebilir niteliktedirler veya raporlayan işletmeden bağımsız kaynaklardan elde edilebilen piyasa bilgilerine dayanmaktadırlar. Ayrıca özdeş varlıklar ve yükümlülükler için piyasaya kayıtlı olan fiyatlar kullanılmaktadır. Buna ek olarak, girdilerin elde edildiği piyasa aktiftir ve bu piyasada fiyatlar düzenli bir şekilde hazır olarak bulunmaktadır.

---

<sup>204</sup> ERKUŞ, Hakan, AKCAN, Ahmet, “**Finansal Kriz Gerçeğe Uygun Değer Ve Bir Araştırma**” Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (DÜSBED) ISSN : 1308-6219 Kasım 2013 YIL-5 S.10, s.229

<sup>205</sup> DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, a.g.e., s. 65-79.



## Seviye iki

Seviye iki, seviye birde belirlenmiş olan en uygun girdilerin sahip olduğu niteliklerden birisine sahip olan gözlemlenebilir girdileri tanımlar. Seviye ikide yer alacak girdilere ilişkin ilk nitelik, özdeş varlık ve yükümlülüklerle ilişkin girdiler gözlemlenebilir, kote edilmiştir ancak, bu girdilerin elde edildiği piyasa aktif olmayan bir piyasadır. İkinci nitelik, özdeş değil ancak benzer varlık ve yükümlülüklerle ilişkin girdiler aktif ya da aktif olmayan piyasalarda gözlemlenebilir ve kote edilmişlerdir. Girdilerin kalitesini belirleyen üçüncü nitelik, girdilerin kote edilmiş fiyatları yoktur ancak piyasada gözlemlenebilmektedirler. Dördüncü nitelik ise girdiler gözlemlenememektedirler, ancak piyasa verileri tarafından doğrulanabilmektedirler.

## Seviye üç

Seviye üç, gerçeğe uygun değer belirlenmesinde kullanılacak en alt seviye güvenilirliğine sahip girişleri belirlemektedir. Bu seviyede girdiler gözlemlenebilir değildirler. Gözlemlenebilir bir girdiye sahip olmayan varlıklara ilişkin gerçeğe uygun değer iç değerlendirme ya da dış değerlendirme yöntemiyle bulunan bu değerlerin piyasa bilgileri tarafından teyit edilmemesidir. Seviye üç, varlıkları şirket tarafından varsayımsal olarak üçüncü şahısların bu varlığa ödeyebilecekleri değere dayalı olarak ölçülür. Gözlemlenemeyen girdiler raporlayan işletmenin belirli şartlar altında en iyi bilgiye dayalı olarak raporlayan işletmenin piyasa varsayımlarını değerlendirmelerine bağlı olarak elde edilir.<sup>206</sup>

Gerçeğe uygun değer yaklaşımı, ilk kayda alma ve her değerlendirme tarihinde bazı gerçekleşmemiş kâr ya da zararın kayıtlanmasını gerektirmektedir.<sup>207</sup>

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunun halen yürürlükte olan Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarının büyük bölümünde finansal tablo kalemlerinin değerlemesinde kullanılması öngörülen gerçeğe uygun değer belirlenmesinde öncelikle piyasa fiyatının esas alındığı, varlık ve yükümlülüklerle ilişkin olarak piyasa fiyatına ulaşılamaması durumunda, gerçeğe uygun değer benzer varlıkların piyasa fiyatlarından hareketle tespit edileceği görülmektedir Piyasa fiyatının güvenilir

---

<sup>206</sup> ERKUŞ, Hakan, AKCAN, Ahmet, a.g.e., s. 10

<sup>207</sup> PAMUKÇU, Fatma, Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi Ve Finansal Tablolara Etkisi, **Mali Çözüm Dergisi**, Ocak-Şubat 2011, s. 90

olmaması durumunda ise gerçeğe uygun değer opsiyon fiyatlaması, net bugünkü değer ve benzeri değerlendirme teknikleri kullanılarak belirlenebileceği belirtilmektedir.<sup>208</sup>

Bir finansal varlığın piyasa fiyatı, teorik olarak toplulaştırılmış şekilde piyasa katılımcılarının söz konusu varlıktan gelecekte elde edilmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla finansal varlıkların piyasa değerinde yaşanan değişimin, bu varlıklara sahip olan bir işletmenin gelecekteki nakit akımları hakkındaki beklentiyi de etkileyeceği söylenebilir. Bu açıdan gerçeğe uygun değer üzerinden değerlendirilen finansal varlıkların tarihi maliyet ile değerlendirilen finansal varlıklara göre işletmenin piyasa değeri ile daha güçlü ilişkiye sahip olması beklenilebilir.<sup>209</sup>

Ancak tüm eleştirilere rağmen gerçeğe uygun değer, diğer değerlendirme yöntemleri ile karşılaştırıldığında şirket değerlemesinde kullanılacak en anlamlı değerlendirme yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>210</sup>

**Tablo 5: Gerçeğe Uygun Değer Hesaplaması ve TFRS' ler**

Gerçeğe Uygun Değer Hesaplaması Standartlar	Uygun Değer Gerektiren	Başka Standartlara Referans Vererek Gerçeğe Uygun Değer Hesaplamasını Gerektiren Standartlar	Gerçeğe uygun Değer Hesaplamasını Gerektirmeyen Standartlar
UMS 11 - İnşaat Sözleşmeleri		UMS 2 - Stoklar	UMS 1 – Finansal Tabloların Sunuluşu
UMS 16 – Maddi Duran Varlıklar		UMS 21 – Kur Değişiminin Etkileri	UMS 7 – Nakit Akış Tabloları
UMS 17 – Kiralama İşlemleri		UMS 27 – Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolar	UMS 8 – Muhasebe Politikaları, Muhasebe Tahminlerinde Değişiklikler ve Hatalar
UMS 18 – Hasılat		UMS 28 – İştiraklerdeki Yatırımlar	UMS 10 – Bilanço Tarihinden Sonra Ortaya Çıkan Olaylar
UMS 19 – Çalışanlara Sağlanan Faydalar		UMS 31 – İş Ortaklıklarındaki Paylar	UMS 12 – Gelir Vergileri

<sup>208</sup>AKTAŞ, Rafet, DERAN, Ali, “Fair Value Kaşılığı olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 8/2, 2006

<sup>209</sup>KÖSE, Yasemin, GÜRKAN, Serhan, Business & Management Studies: An International Journal Vol.:1 Issue:3 Year: 2013, s.275

<sup>210</sup>DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, a.g.e., s. 65-79

UMS 20 – Devlet Teşviklerinin Muhasebeleştirilmesi ve Devlet Yardımlarının Açıklanması	UMS 32 – Finansal Araçlar: Sunum	UMS 14 – Bölümlere Göre Raporlama
UMS 26 – Emeklilik Fayda Planlarında Muhasebeleştirme ve Raporlama	UFRS 4 – Sigorta Sözleşmeleri	UMS 23 – Borçlanma Maliyetleri
UMS 33 – Hisse Başına Kazanç	UFRS 7 – Finansal Araçlar: Açıklamalar	UMS 24 – İlişkili Taraflar
UMS 36 – Varlıklarda Değer Düşüklüğü		UMS 29 – Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama
UMS 38 – Maddi Olmayan Duran Varlıklar		UMS 34 – Ara Dönem Finansal Raporlama
UMS 39 – Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme		UMS 37 – Karşılıklar, Koşullu Borçlar ve Koşullu Varlıklar
UMS 40 – Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		UFRS 6 – Maden Kaynaklarının Araştırılması ve Değerlendirilmesi
UMS 41 – Tarımsal Faaliyetler		
IFRS 1 – Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının İlk Uygulaması		
UFRS 2 – Hisse Bazlı Ödemeler		
URS 3 – İşletme Birleşmeleri		
UFRS 5 – Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler		

*Kaynak: DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, “Ufrs (Tfrs)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı”, Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi. 23, (Eylül 2007): 65-79.*

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK), finansal tabloların işletmenin gerçeğe uygun finansal durumunu yansıtabilmesini sağlamak amacıyla getirilen birçok standartta gerçeğe uygun değer kavramının şirket değerlemesinde kullanılan defter değeri yaklaşımını etkileyeceği görünmektedir. Yukarıda da değinildiği gibi, defter değerleri genellikle tarihi maliyetlere dayandığı için, defter değeri yaklaşımında birçok düzeltme ihtiyacı doğmaktadır. Ancak TFRS (UFRS) ile uyumlu olarak hazırlanan

finansal tablolar değer yitirme ve enflasyon faktörlerini saf dışı bırakarak defter değerinin piyasa değerine yaklaşmasını sağlamaktadır. Başka bir ifade ile TFRS (UFRS) deki gerçeğe uygun değer ile ölçümlene kavramı defter değeri yaklaşımındaki düzeltme ihtiyaçlarını asgariye indirgemekte ve bu yaklaşımı şirket değerlemesi için daha kullanışlı hale getirmektedir.

### **3.4- Varlıkların ve Kaynakların Değerlemesi**

Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında genel ilke olarak gerçeğe uygun değerlendirme yaklaşımı kabul edilse de tüm varlıklara ve kaynaklara uygulanabilecek genel bir değerlendirme ölçüsü yer almamaktadır. Bu doğrultuda finansal tablolardaki bazı varlık ve kaynak kalemlerine diğer değerlendirme yöntemleri de uygulanmaktadır.

Çalışmamın bu bölümünde TFRS' deki değerlendirme yöntemleri açıklanmakta ve bunların defter değeri yaklaşımına katkılarını incelemektedir. Genel olarak, defter değeri yaklaşımının amaçları açısından yalnızca ihtiyatlılık ilkesinden doğan yöntemlerle değerlendirilen varlıkların düzeltilmesi gerekmektedir.<sup>211</sup>

#### **3.4.1 Stokların Değerlemesi**

Stoklar, maliyet ve net gerçekleşebilir değer düşük olanı ile değerlendirilir.(TMS 2 md.9) Bu yaklaşıma göre, stokların değerlendirilmesinde stokların net gerçekleşebilir değeri maliyet değerinden düşükse, stoklar net gerçekleşebilir değer üzerinden değerlendirilir ve bu süreçte gerçekleşmemiş zarar tanınır. Ancak, net gerçekleşebilir değer maliyet değerinden büyük olması halinde gerçekleşmemiş kâr tanınmaz; bu durumda stoklar maliyet değerleri üzerinden değerlendirilir.<sup>212</sup> Net gerçekleşebilir değer, işin normal akışı içinde tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının, düşülmesiyle elde edilen tutarı ifade eder. Net gerçekleşebilir değer, bir işletmenin işin normal akışı içinde, stokların satılmasından elde etmeyi beklediği net tutarı ifade eder. Gerçeğe uygun değer ise, aynı stokun pazarda karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli gruplar arasında değiş tokuş edilebileceği tutarı ifade eder. İlki işletmeye özgü bir değerdir. İkincisi ise

---

<sup>211</sup> DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, a.g.e., s. 65-79

<sup>212</sup> BARKER, Richard, Determining Value: Valuation Models and Financial Statements, Cambridge, Person Education Editions, 2001, s. 116

değildir. Stokların net gerçekleşebilir değeri, stokun gerçeğe uygun değerinden satış giderlerinin düşülmesiyle elde edilen tutara eşit olmayabilir.

Net gerçekleşebilir değer tahmini, hesaplama anında mevcut güvenilir kanıtlara göre stokların satılması durumunda elde edilmesi beklenen satış tutarları esas alınarak yapılır. Bu tahmin dönem sonundaki mevcut koşullarla uyumlu oldukları ölçüde dönem sonundan sonra oluşan fiyat ve maliyet dalgalanmalarıyla doğrudan bağlantılı olan olayları da dikkate alır. Geçici fiyat ve maliyet dalgalanmaları net gerçekleşebilir değer saptanmasında dikkate alınmaz.

Net gerçekleşebilir değere ilişkin tahminler yapılırken, ayrıca, stokların elde tutulma amacı da dikkate alınır.

Stokların maliyeti, stokların zarar görmesi, kısmen veya tamamen kullanılmaz hale gelmesi ya da satış fiyatlarının düşmesi gibi durumlarda geri kazanılamayabilir ve stok maliyeti geri kazanılabilir tutardan daha yüksek olabilir. Stokların maliyeti, tahmini tamamlanma maliyeti veya tahmini satış maliyetinin artması durumunda da geri kazanılamayabilir. Stoklar finansal tablolarda, kullanımları veya satılmaları sonucunda elde edilmesi beklenen tutardan daha yüksek bir bedelle izlenemez. Maliyetlerin kullanım veya satış sonucu elde edilecek tutardan yüksek olması durumunda, stok değer düşüklüğü karşılığı ayrılır. Stok maliyetlerinin net gerçekleşebilir değere indirgenmesi, stokların maliyet veya net gerçekleşebilir değerden düşük olanıyla değerlendirme ilkesiyle uyumludur.

Stokların gidere dönüşmesi stokun niteliğine göre birbirinden farklılık gösterir. İlk madde ve malzeme stokları üretime sevk edildiğinde ve işletme faaliyetlerinde tüketildiğinde gidere dönüşür. Stoklar satıldığında, bu stokların kayıtlı değeri, bu stoklarla ilgili hasılatın finansal tablolara alındığı dönemde gider olarak muhasebeleştirilir. Stokları net gerçekleşebilir değerine indirgeyen stok değer düşüklüğü karşılık tutarları ve stoklarla ilgili kayıplar, indirgemenin ve kayıpların olduğu dönemde gider olarak muhasebeleştirilir. Net gerçekleşebilir değer artışından dolayı iptal edilen stok değer düşüklüğü karşılık tutarı, iptalin gerçekleştiği dönemin tahakkuk eden satış maliyetini azaltacak şekilde muhasebeleştirilir.

### 3.4.2. Maddi Duran Varlıklar

Maddi duran varlıklar; mal veya hizmet üretimi veya arzında kullanılmak, başkalarına kiraya verilmek veya idari amaçlar çerçevesinde kullanılmak üzere elde tutulan ve bir dönemden daha fazla kullanımı öngörülen, fiziki kalemlerdir.

Bir maddi duran varlık kaleminin maliyeti, bu kalemlerle ilgili gelecekteki ekonomik yararların işletmeye aktarılmasının muhtemel olması ve ilgili kalemin maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi durumunda varlık olarak finansal tablolara yansıtılır.<sup>213</sup>

Diğer taraftan işletme güvelik ya da çevresel faktörler nedeniyle doğrudan nakit girişi sağlamayacak ancak, nakit girişi sağlayacak diğer bir varlığın faaliyetine devam edebilmesi için gerekli olabilecek varlıkları da edinmek durumunda kalabilir. Standartta göre bu tür varlıkların da aktife alınması gerekmektedir. (TMS 16 md. 11)

Bu Standartta geçen terimlerin anlamları aşağıdaki gibidir: 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 diğer UFRS'lerin özel hükümleri uyarınca ilk muhasebeleştirme sırasında ilgili varlığa atfedilen bedeli ifade eder. Amortisman tabi tutar: Bir varlığın maliyetinden veya maliyet yerine geçen diğer tutarlardan kalıntı değerinin düşülmesiyle bulunan tutarı ifade eder. Amortisman: Bir varlığın amortisman 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 Gerçeğe uygun değer: Karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır. Değer düşüklüğü zararı : Bir varlığın defter değerinin geri kazanabilir tutarını aşan kısmını ifade eder. Geri kazanılabilir tutar: Bir varlığın net satış fiyatı ve kullanım değerinden büyük olanıdır. Bir varlığın kalıntı değeri: Bir varlık tahmin edilen yararlı ömrünün sonundaki

---

<sup>213</sup> TÜRKER, İpek, a.g.e., s. 116

durum ve yaşına ulaştığında elden çıkarılması sonucu elde edilmesi beklenen tutardan, elden çıkarmanın tahmini maliyetleri düşülerek ulaşılan tahmini tutardır. Yararlı ömür: Bir varlığın işletme tarafından kullanılabilmesi beklenen süreyi; veya işletme tarafından ilgili varlıktan elde edilmesi beklenen üretim sayısı veya benzeri üretim birimini ifade eder.<sup>214</sup>

Maddi duran varlık satın alma, takas, işletme biçiminde elde edilebilir.

Maddi duran varlıklar ilk defa kayda alınırken maliyet bedeli ile ölçülür ve bu değer üzerinden muhasebeleştirilir. Maliyet “Bir varlığın elde edilmesinde veya inşaatında ödenen nakit veya nakit benzerlerini veya verilen diğer bedellerin gerçeğe uygun değerini veya belli durumlarda ilk defa muhasebeleştirme sırasında ilgili varlığa atfedilen bedeli” (TMS 16 md.6) ifade etmektedir. Maddi duran varlık kaleminin maliyetine, yönetimin amaçları doğrultusunda faaliyet gösterebilmesi amacıyla, gerekli duruma ve yere getirilmesine kadar ortaya çıkan giderler dâhil edilmektedir.

Maddi duran varlığın kredi sağlanarak elde edilmiş olması nedeniyle ortaya çıkan finansman giderleri, “TMS 23: Borçlanma Maliyetleri Standardı” kapsamında özellikli varlık olup olmama durumuna göre ya varlığın maliyetine dâhil edilir ya da dönem gideri olarak muhasebeleştirilir.

Maddi duran varlıklar, takas işlemi sonucunda elde edilmiş olabilir. Takas işlemi sonucunda elde edilen maddi duran varlığın maliyeti, gerçeğe uygun değeri ile ölçülür. (takas işleminin ticari içerikten yoksun olması ve/veya elde edilen varlığın veya elden çıkarılan varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir şekilde ölçülememesi durumu hariç) Eğer gerçeğe uygun değer güvenilir bir biçimde tespit edilemiyorsa vazgeçilen varlığın defter değeri üzerinden ölçülür.

Maddi duran varlıklar, işletme içinde imal etme veya inşa yolu ile elde edilebilir. İşletmece inşa edilen varlıkların maliyetleri de satın alma yolu ile elde edilen varlıklarla aynı ilkelere göre belirlenir.

Maddi duran varlıklar aktife alındıktan sonra, bu varlıklarla ilgili olarak ortaya çıkan bakım onarım giderleri doğrudan gider yazılır. Diğer taraftan bazı maddi duran varlıkların faydalı ömürleri boyunca bir kısım parçalarının düzenli aralıklarla

---

<sup>214</sup> TÜRKER, İpek, a.g.e., s. 118

yenilenmesi gerekebilir. Bu tür harcamalar maddi duran varlığın verimini, kapasitesini ya da ömrünü artıran değer artııcı harcamalar olarak ifade edilmektedir. Bu nedenle bu tür harcamaların maddi duran varlığın maliyetine dâhil edilecek şekilde muhasebeleştirilmesi gerekmektedir.

Bir maddi duran varlık kalemi varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra finansal tablolarda maliyet modeline göre, maliyetinden birikmiş amortisman ve varsa birikmiş değer düşüklüğü zararları indirildikten sonraki değeri ile gösterilir. (TMS 16 md. 30) Değer düşüklüğü zararı, bir varlığın defter değerinin geri kazanılabilir tutarını aşan kısmını ifade eder. Geri kazanılabilir tutar ise bir varlığın net satış fiyatı ve kullanım değerinden büyük olanıdır. (TMS 16 md. 6)

Bir varlığın net defter değerinin geri kazanılabilir tutarını aşmış olması durumunda o varlığın değer düşüklüğüne uğradığı kabul edilir. Burada amaç varlığın, geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir değerle izlenmesini önlemektir. Kullanım değeri, bir varlık veya nakit yaratan birimden elde edilmesi beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri olarak ifade edilmektedir. Bir varlığın defter değeri geri kazanılabilir tutarından yüksekse o varlık değer düşüklüğüne uğramış demektir. Bu durumda değer düşüklüğü zararının muhasebeleştirilmesi gerekmektedir.

Bir maddi duran varlığın muhasebeleştirildikten sonra Yeniden değerlendirme modeli' ne göre değerlemesinde ise, Gerçeğe uygun değeri güvenilir olarak ölçülebilen bir maddi duran varlık kalemi, varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra yeniden değerlendirilmiş tutarı üzerinden gösterilir. Yeniden değerlendirilmiş tutar, yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden, müteakip birikmiş amortisman ve müteakip birikmiş değer düşüklüğü zararlarının indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. Maddi duran varlık kalemlerinin gerçeğe uygun değeri genellikle değerlendirme yoluyla belirlemiş piyasa değerleridir. (TMS 16 md. 32)

### **3.4.3. Maddi Olmayan Duran Varlıklar**

İşletmeler sıklıkla bilimsel ya da teknik bilgi, yeni süreç veya sistemlerin tasarım ve uygulanması, lisans, fikri mülkiyet hakları, piyasa bilgisi ve markalar (marka isimleri ve yayın hakları dahil) gibi maddi olmayan kaynakların elde etme, geliştirme, bakım veya iyileştirilmesi gibi faaliyetlerde bulunurlar. Bu kalemlerin yaygın örnekleri; bilgisayar yazılımı, patentler, telif hakları, sinema filmleri, müşteri listeleri, ipotek hizmeti sunma



hakları, balıkçılık lisansları, ithalat kotaları, isim hakları, müşteri ve tedarikçi ilişkileri, müşteri sadakati, pazar payı ve pazarlama haklarıdır. Bu Standart, diğer konuların yanı sıra, reklam, eğitim, ilk tesis, araştırma ve geliştirme faaliyetleri için yapılan harcamalara uygulanır. Araştırma ve geliştirme faaliyetleri bilginin geliştirilmesine yöneliktir. Bu nedenle, bu faaliyetler fiziksel bir varlıkla sonuçlansa dahi, varlığın fiziksel unsuru; içindeki bilgi gibi maddi olmayan unsuruna göre, ikincil bir durumdadır. Bir finansal kiralamada, kiralama konusu varlık maddi ya da maddi olmayan duran varlık olabilir. İlk muhasebeleştirilmeden sonra, kiracı, finansal kiralama konusu maddi olmayan duran varlığı bu Standarda göre muhasebeleştirir. Lisans sözleşmelerinde yer alan sinema filmleri, video kayıtları, oyunlar, el yazmaları, patent ve telif hakları gibi kalemlerle ilgili haklar TMS 17'nin kapsamı dışında tutulmuş ve bu Standardın kapsamına alınmıştır.<sup>215</sup>

Bir varlığın maddi olmayan duran varlık olarak muhasebeleştirilebilmesi için gereken koşullar şunlardır:

- i. Maddi olmayan duran varlık tanımına uygun olması (belirlenebilirlik, kontrol ve gelecekteki ekonomik yararlar) ve
- ii. Muhasebeleştirme kriterlerine (gelecekte ekonomik yararların gerçekleşme ihtimalinin olması ve varlığın maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi) sahip olması (TMS 38 md. 21)

Maddi olmayan duran varlıklar ilk defa kayda alınırken maliyet bedeliyle ölçülmekte ve bu değer üzerinden aktifleştirilmektedirler. (TMS 38 md.24) Maddi olmayan duran varlıklar; işletme dışından elde edilebileceği gibi, işletme içinde de geliştirilebilmektedir. Bu elde etme biçimlerine göre maliyetin ölçümü birbirinden farklılaşabilmektedir.

Standartta maddi olmayan duran varlıkların işletme dışından elde edilme biçimi dört ayrı başlık altında sıralanmakta ve aktifleştirilirken uyulması gereken koşullar açıklanmaktadır. Bunlar:

- Dışarıdan ayrı olarak elde etme,
- İşletme birleşmesinin bir parçası olarak elde etme,

---

<sup>215</sup> TÜRKER, İpek, a.g.e., s. 133

- Devlet teşviği yoluyla elde etme,
- Varlıkların takası yoluyla elde etme

Dışarıdan satın alınan maddi olmayan duran varlıklar başlangıçta, maliyet bedeliyle ölçülmekte ve bu değer üzerinden aktife alınmaktadır. Maddi olmayan duran varlık dışarıdan ayrı olarak satın alınabileceği gibi, işletme birleşmesinin bir sonucu olarak da edinilmiş olabilir. Bu şekilde elde edilen maddi olmayan duran varlığın elde etme maliyeti, elde edilme tarihindeki gerçeğe uygun değeri olmaktadır. İşletme birleşmesi ile elde edilen maddi olmayan duran varlıkların gerçeğe uygun değerinin ölçümünde aktif bir piyasada kayıtlı piyasa değeri esas alınmaktadır. Maddi olmayan duran varlığın aktif bir piyasasının olmaması halinde gerçeğe uygun değer elde etme tarihinde bilinçli ve istekli taraflar arasında piyasa koşullarında yapılan muvazaasız bir işlemde, işletmenin ilgili varlık için ödeyeceği tutardır.

Maddi olmayan duran varlık devlet teşviği yoluyla ücretsiz olarak veya çok düşük bir bedelle elde edilmiş olabilir. İşletmeler bu şekilde elde ettikleri maddi olmayan duran varlıklarını “UMS 20 Devlet Teşviklerinin Muhasebeleştirilmesi ve Devlet Yardımlarının Açıklanması” standardına uygun olarak, başlangıçta, hem maddi olmayan duran varlığı hem de ilgili teşviği gerçeğe uygun değerinden muhasebeleştirmeyi seçebilir. Veya bir başka seçenek olarak da ilgili varlığın başlangıçtaki nominal tutarına, kullanıma hazır hale getirilinceye kadar yapılacak harcamaları ilave ederek muhasebeleştirebilir.

Maddi olmayan duran varlık, takas yoluyla edinilmiş olabilir. Takas işlemi işletmenin parasal olmayan varlıklarını karşı tarafa verme ya da parasal ve parasal olmayan varlıkların bileşimi ile gerçekleştirilebilir. Takas yoluyla edinilen maddi olmayan duran varlığın maliyeti, takas işlemi ticari işlem niteliğinden yoksun olmadıkça veya elde edilen varlığın veya vazgeçilen varlığın gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi mümkün oldukça, gerçeğe uygun değerinden ölçülür. Gerçeğe uygun değer ölçülmesinin mümkün olmadığı durumlarda ise karşı tarafa bırakılan varlığın defter değeri esas alınmaktadır.

İşletme içinde geliştirilen maddi olmayan duran varlığın, varlık olarak kabul edilebilmesi için getirilen kriterler, varlık tanımına uygun şekilde: gelecekte ekonomik fayda sağlama ihtimalinin olması, tanımlanabilir bir varlık olması ve maliyetinin

güvenilir bir şekilde ölçülmesidir. Standart işletme içinde geliştirilen maddi olmayan duran varlık olarak sadece araştırma geliştirme projesini kabul etmektedir. İşletme içi yaratılan bir maddi olmayan duran varlığın maliyeti, muhasebeleştirilme kriterlerini ilk defa sağladığı tarihten itibaren yapılan harcamaların toplamından oluşur.

Sınırlı bir yararlı ömre sahip maddi olmayan duran varlık, ilk muhasebeleştirilmesinin ardından, maliyet modeli ile değerlendirirken, maliyetinden, tüm birikmiş itfa ve değer düşüklüğü zararları düşülmüş olarak izlenir. Sınırsız yararlı ömre sahip maddi olmayan duran varlıklar ise maliyetinden birikmiş değer düşüklüğü zararları düşüldükten sonra izlenir.

Bir maddi olmayan duran varlık, ilk muhasebeleştirilmenin ardından, yeniden değerlendirme modeli ile değerlendirirken, yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden birikmiş itfa ve değer düşüklüğü zararlarının tamamı düşüldükten sonraki değeri üzerinden izlenir. Kuşkusuz maddi olmayan duran varlığın sınırsız yararlı ömre sahip olması durumunda itfa sözkonusu olmadığı için yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden birikmiş değer düşüklüğü zararları düşüldükten sonra izlenir. Standarda göre yeniden değerlendirme yapmak için gerçeğe uygun değer, aktif bir piyasa ile ilişkilendirilmek suretiyle belirlenir.<sup>216</sup>

#### **3.4.4. Finansal Araçlar**

Türkiye Muhasebe Standartlarında finansal araçlar 4 başlık altında sınıflandırılmıştır. Bunlar (TMS 39 md.45):

i. **Gerçeğe uygun değer farkı kar veya zarara yansıtılan finansal varlık ve finansal borçlar;** İlk muhasebeleştirme sırasında ve sonraki dönemlerde gerçeğe uygun değeri üzerinden ölçülür. Gerçeğe uygun değerinin tespitinde aktif piyasa fiyatı dikkate alınır. Finansal araca ilişkin aktif bir piyasanın bulunmamasında durumunda, işletme gerçeğe uygun değeri bir değerlendirme yöntemi kullanmak suretiyle belirler. Değerleme yöntemini kullanmanın amacı, normal iş koşulları çerçevesinde karşılıklı pazarlık ortamında ilgili ve istekli taraflar arasında ölçüm günü itibariyle gerçekleştirilen bir

---

<sup>216</sup> ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları, TÜRMOB Yayınları-407

piyasa işleminde ilgili finansal aracın fiyatının ne olacağını tespit edilmesidir. (TMS 39, md. 48)

**ii. Vadeye kadar elde tutulacak yatırımlar,** Vadeye kadar elde tutulacak yatırımlar, işletmenin vadeye kadar elde tutma niyet ve imkânının bulunduğu, sabit veya belirlenebilir nitelikte ödemeler içeren ve sabit bir vadesi bulunan türev olmayan finansal varlıklardır. Vadeye kadar elde tutulacak yatırımlar, diğer finansal varlıklarda olduğu gibi işletmenin ilgili finansal araca ilişkin sözleşmeye bağlı koşullarına taraf olması halinde kayda alınır. Finansal varlıklar ilk muhasebeleştirilmese gerçeğe uygun değeri ile kayda alınır. İşlem maliyetleri gerçeğe uygun değere dâhil edilir. (TMS 39, md. 43)

Vadeye kadar elde tutulacak yatırımların borsada işlem görmeleri gerçeğe uygun değerle değerlendirilmelerini gerekli kılmaz. Bu varlıklar etkin faiz oranıyla itfa edilmiş maliyetleri üzerinden değerlendirilir. (TMS 39, UR 20) İtfa edilmiş maliyet, finansal varlık veya finansal borcun ilk muhasebeleştirme sırasında ölçülen değerinden anapara geri ödemeleri düşüldükten, anılan ilk tutar ile vadedeki tutar arasındaki farkın etkin faiz yöntemi kullanılarak hesaplanan birikmiş itfa payı düşüldükten ve eklendikten ve değer düşüklüğü ya da tahsil edilememeye durumuna ilişkin her türlü indirim yapılmasından sonra geriye kalan tutardır. Etkin faiz yöntemi ise finansal varlık veya borcun itfa edilmiş maliyetlerinin hesaplanması ve ilgili faiz gelir ve ya giderlerinin ilişkili olduğu döneme dağıtılması yöntemidir. Etkin faiz oranı: finansal aracın beklenen ömrü boyunca veya uygun olması durumunda daha kısa bir zaman dilimi süresince yapılacak gelecekteki tahmini nakit ödeme ve tahsilatlarını tam olarak ilgili finansal varlık veya borcun net defter değerine indirgeyen orandır. (TMS 39, md. 9)

**iii. Kredi ve alacaklar,** İşletmenin bir sözleşmenin tarafı haline gelmesi ve bunu sonucunda nakit elde etmeye ilişkin yasal bir hakkın oluşması durumunda ilgili koşulsuz alacak kayda alınır. Diğer finansal varlıklarda olduğu gibi kredi ve alacaklar ilk muhasebeleştirme esnasında gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülür. İşlem maliyetleri de gerçeğe uygun değere ilave edilir. (TMS 39, md.43) Kredi ve alacaklar sonraki dönemlerde etkin faiz yöntemi ile hesaplanan itfa edilmiş maliyetinden ölçülür.

**iv. Satılmaya hazır finansal varlıklar,** Satılmaya hazır finansal varlıklar, ilk muhasebeleştirilmeleri esnasında gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülerek kayıtlara alınır. Gerçeğe uygun değere varlığın edinimi ile doğrudan ilişkilendirilebilen işlem maliyetleri dâhil edilir. (TMS 39, md.43) Genellikle varlık edinimi için ödenen bedel

gerçeğe uygun değerle aynı olmaktadır. Satılmaya hazır varlıklar, ilk muhasebeleştirme işleminin ardından izleyen dönemlerde de gerçeğe uygun değerinden ölçülür ve muhasebeleştirilir.

#### **3.4.5. Tarımsal Faaliyetler**

Canlı varlıklar ilk muhasebeleştirildikleri tarihte ve her bilanço tarihinde gerçeğe uygun değerinin güvenilir olarak ölçülemediği durumlar hariç, gerçeğe uygun değerlerinden tahmini Pazar yeri maliyetleri düşülmek suretiyle değeri değerlendirilir. Canlı varlıkların gerçeğe uygun değerinin güvenilir bir biçimde ölçülebileceği varsayılır. Ancak bu varsayım yalnızca, piyasa fiyatı veya değeri bulunmayan ve gerçeğe uygun değere ilişkin alternatif tahminlerin güvenilir olmayacağını açık olarak anlaşıldığı canlı varlıkların ilk muhasebeleştirilmesi esnasında yok edilebilir. Böyle bir durumda sözkonusu canlı varlık maliyetinden buna ilişkin her türlü birikmiş amortisman ve birikmiş değer düşüklüğü karşılıklarının düşülmesi suretiyle ölçülür.<sup>217</sup>

#### **3.4.6. Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar**

Türkiye Finansal Raporlama Standardı 6 yalnızca arama ve değerlendirme giderlerinin muhasebeleştirilmesini konu edinmekte, arama ruhsatının alınmasından önce katlanılan giderleri, geliştirme giderlerini ve üretim giderlerini kapsam dışı bırakmaktadır. Standart kapsam dışı bıraktığı bu giderler için TMS 16 Maddi Duran Varlıklar ve TMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar standartlarının uygulanması gerektiğini belirtmektedir. TFRS 6'ya göre arama değerlendirme giderleri maliyet değerleriyle aktifleştirilmelidir. Dönem sonlarında ise bu giderler maliyet yöntemine ya da yeniden değerlendirme yöntemine göre değerlemeye tabi tutulmalıdır. Maliyet yönteminin seçilmesi ( arama ve değerlendirme giderlerinin net defter değerleri geri kazanılabilir değerlerinden büyük ise) TMS 36 Varlıklarda değer düşüklüğü standardı kapsamında değer düşüklüğü karşılığı ayrılır. Yeniden değerlendirme yöntemi seçilmiş ise arama ve değerlendirme giderlerinin net defter değerleri geri kazanılabilir değerlerine eşit olacağına değer düşüklüğü karşılığı ayırmaya gerek kalmayacaktır. TFRS 6 arama ve değerlendirme giderlerinin tahakkuk ettiklerinde maliyet değerleriyle geçici aktif hesaplarda

---

<sup>217</sup> TÜRKER, İpek, a.g.e.

aktifleştirilmelerini ve bunlardan dönem sonlarında varsa değer düşüklüğü karşılıklarının ayrılmasını zorunlu kılmaktadır.<sup>218</sup>

#### **3.4.7. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller**

Yatırım amaçlı gayrimenkuller, ilk muhasebeleştirmede maliyet bedeli ile ölçülür. İşlem maliyetleri de başlangıç maliyetine dâhil edilir. (TMS 40, md. 20) Yatırım amaçlı gayrimenkule izleyen dönemlerde yapılan harcamalar, harcamanın niteliğine göre ya doğrudan gider yazılır veya bazı koşullarda varlığın defter değerine ilave edilebilir.

Yatırım amaçlı gayrimenkullerin izleyen dönemlerde değerlemesi ile ilgili olarak standartta iki yonteme yer verilmiştir. Bunlar maliyet yöntemi ve gerçeğe uygun değer yöntemidir. İşletme muhasebe politikası olarak bu yöntemlerden birini seçer ve tüm yatırım amaçlı gayrimenkullerine uygular. Maliyet yöntemini seçen işletmeler dönem sonlarında yatırım amacıyla tutulan gayrimenkullerini maliyet eksi birikmiş amortisman ve birikmiş değer düşüklüğü zararına göre değerlemeye tabi tutulurlar. Gerçeğe uygun değer yönteminde ise gerçeğe uygun değerın güvenilir bir şekilde saptanmasının mümkün olmadığı durumlar dışında yatırım amacıyla tutulan gayrimenkullerin tümü gerçeğe uygun değerle değerlendirilir.

#### **3.4.8. Finansal Borçlar**

Vergi yasalarına göre indirilemeyen gider ve zararlar ile vergilendirilme dışı bırakılan gelir ve karların bir kısmı sadece cari dönemdeki mali karın hesaplanmasında dikkate alınmazken, bir kısmı ne cari ne de daha ilerdeki dönemlerde belirlenecek mali kar kapsamına dâhil edilmemektedir. Birinci kısımdaki kar unsurları, ticari kar ile mali kar arasında “geçici” olarak adlandırılan farklara neden olmaktadır. Bu farklar, bir dönemde ortaya çıkarlar ve gelecek dönemlerde ortadan kalkarlar. İkinci kısımdaki kar unsurları ise ticari kar ile mali kar arasında “sürekli” olarak adlandırılan farklara neden olmaktadır. Bu farklar bir dönemde ortaya çıkarlar ve gelecek dönemlerde ortadan kalkmazlar.

Geçici farklar vergilendirilebilir geçici farklar ve indirilebilir geçici farklar olarak ikiye ayrılır.<sup>219</sup>

Ertelenen vergi alacakları ve borçları bilançoda diğer varlık ve yükümlülüklerden ayrı gösterilir ve dönemin vergi karşılıklarına dâhil edilmesi. Ertelenmiş vergi alacakları

<sup>218</sup> DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, a.g.e., s. 65-79

<sup>219</sup> DEMİR, a.e. s.65-79

aktifte uzun vadeli alacaklarda, ertelenmiş vergi borçları da pasifte uzun vadeli borçlarda gösterilir.

#### **3.4.9. Çalışan Yükümlülükleri**

Çalışanlara sağlanan kısa vadeli faydalar, çalışanların hizmet sundukları dönemin sonundan itibaren on iki ay içinde ödeme günü gelecek olan faydalardır. Çalışanlara sağlanan kısa vadeli faydalar, iskonto edilmeksizin ölçülür ve ödenmiş tutarlar düşüldükten sonra kalan kısım borç olarak muhasebeleştirilir.

Emeklilik fayda planları gibi çalışma dönemi sonrasında sağlanan faydalardan biriside kıdem tazminatı karşılığıdır. Kıdem tazminatının hesaplanmasında cari ve önceki dönemlerde çalışanlarca sunulan hizmet sonucunda ortaya çıkan ve gelecekte ödenmesi beklenen yükümlülüğün bugünkü değeridir.

Tanımlanmış fayda planları ile ilgili yükümlülük ve giderlerin hesaplanabilmesi için öncelikle bir takım aktüeryal varsayımların yapılması gerekmektedir. Yapılan aktüeryal varsayımların tamamıyla gerçekleşmemesi durumunda ortaya çıkan sapmalar ise aktüeryal kazanç ve kayıplar olarak adlandırılmaktadır.<sup>220</sup>

Ayrıca bu hesaplamalar gelecekteki nakit çıkışlarına ilişkin olduğu için, nakit çıkışlarının iskonto edilerek bugünkü değeri hesaplanmalıdır.

TMS 39'da ki bu sınıflandırma, sözkonusu varlıkların ölçümü ve muhasebeleştirilmesi açısından geçerlidir.

---

<sup>220</sup> KÖSE, Yasemin, GÜRKAN, Serhan, a.g.e., s. 273

#### 4. UYGULAMA

ERDEM A.Ş. nin 31.12.2015 tarihinde VUK kanunu hükümlerine göre düzenlenmiş bilançosu aşağıdaki şekildedir:

<b>ERDEM A.Ş. nin 31.12.2015 Tarihli Bilançosu</b>			
<b>AKTİFLER</b>		<b>PASİFLER</b>	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>1.437.500</b>	<b>KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR</b>	<b>837.500</b>
Kasa	25.000	Banka Kredileri	87.500
Banka	125.000	Ticari Borçlar	
Hisse Senetleri	375.000	Satıcılar	700.000
Alıcılar	512.500	Alınan Sipariş Avansları	
Alacak Senetleri		Diğer Borçlar	50.000
Alacak Senetleri Reeskontu (-)		Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	
Ticari Mallar	400.000		
Verilen Sipariş Avansları			
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>406.250</b>	<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>1.006.250</b>
Bağlı Menkul Kıymetler		Ödenmiş Sermaye	600.000
Arazi ve Arsalar		Dönem Net Karı	406.250
Binalar	350.000		
Tesis Makine ve Cihazlar	75.000		
Birikmiş Amortismanlar (-)	(50.000)		
Yapılmakta Olan Yatırımlar			
Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	18.750		
Haklar			



Araştırma ve Geliştirme Giderleri	20.000		
Birikmiş İtfa Payları (-)	(7.500)		
<b>TOPLAM AKTİF</b>	<b>1.843.750</b>	<b>TOPLAM PASİF</b>	<b>1.843.750</b>

## VARSAYIMLAR

1. İşletmenin 31.12.2015 tarihi itibarıyla bilançosundaki banka mevduat hesabına faiz tahakkuku 6.250 TL olarak hesap edilmiştir.
2. İşletmenin portföyünde bulundurduğu hisse senetlerinin 187.500 TL lik kısmı alım satım amaçlı olup, gerçeğe uygun değeri ise 225.000 TL olduğu tespit edilmiştir.
3. Hisse senetlerinin 125.000 TL lik kısmı elde tutulmak amacıyla alınmış olup, itfa edilmiş maliyet değeri 137.500 TL dir
4. Hisse senetlerinin 62.500 TL lik kısmı için herhangi bir kısa vadeli plan bulunmamaktadır. Bu varlığın gerçeğe uygun değeri 75.000 TL dir.
5. Alıcılar hesabının incelenmesi sonucunda tahsil kabiliyetini yitirmiş alacaklar üst yönetim tarafından tespit edilmiş olup, 75.000 TL lik alacağın vadesi geldiği halde tahsil edilemediği anlaşılmıştır, bu alacaklar için henüz dava açılmamıştır.
6. Şüpheli alacak çalışmasından sonra geri kalan Alıcılar hesabının etkin faiz yöntemine göre iskonto edilmiş değeri 431.250 TL olarak hesaplanmıştır. kayıtlarda görünen değeri ise 437.500 TL'dir. Ticari borçların etkin faiz yöntemine göre iskonto edilmiş tutarı 687.500 TL olup kayıtlarda görünen değeri 700.000 TL'dir.
7. Kayıtlarda 187.500 TL olarak yer alan Ticari Malların tahmini satış fiyatı 164.375 TL olup tahmini satış gideri 1.875 TL'dir.
8. İşletmenin dönem sonunda stoklarında kalan 212.500 TL'lik Ticari Mallarının içinde 18.750 TL tutarında vadeli alımlardan dolayı fark olduğu anlaşılmıştır.
9. İşletmenin 350.000 TL'ye kayıtlı binasının arsadan aldığı pay 175.000 TL olarak hesaplanmıştır. Arsa bedelinin, bina hesabının maliyetinde iken hesaplanan amortisman tutarı 17.500 TL olarak tespit edilmiştir.
10. Yapılan değerlendirme hesaplamaları sonucunda arsanın geri kazanılabilir değerinin 168.750 TL ve binanın ise 165.000 TL olduğu tespit edilmiştir.

11. 75.000 TL değerindeki makinenin faydalı ömrü 5 yıl olarak belirlenmiştir. Birikmiş amortismanı 15.000 TL olarak kaydedilmiştir. Makinenin işletmeye giriş tarihi 01.10.2014 olup işletme normal amortisman yöntemini kullanmaktadır.
12. İşletmenin yıl içerisinde kullandığı kredilerin faiz giderlerinden 10.000 TL'lik kısmının özellikli varlığa ait olduğu anlaşılmıştır.
13. Maddi olmayan duran varlıkların incelemesinde, işletmeye ait kuruluş ve örgütlenme giderinin 18.750 TL olarak aktifleştirildiği anlaşılmıştır.
14. VUK bilançosunda, maddi olmayan duran varlıklar grubunda yer alan araştırma ve geliştirme giderlerinin 6.250 TL'lik kısmının araştırma aşamasındaki faaliyetlerle ilgili olduğu anlaşılmıştır.
15. Diğer borçlar incelendiğinde 25.000 TL'lik kısmın ABC A.ř. nin hisse senetlerinin alımından dolayı ortaya çıkan bir borç olduğu anlaşılmıştır.
16. İşletmenin alışan personeli için Kıdem tazminatı karşılığı 31.250 TL olarak hesaplanmıştır.
17. şirketin avukatından şirket aleyhine devam eden davalar ile ilgili olarak aşağıdaki bilgiler alınmıştır:
  - A Davası- İşten haksız yere çıkartıldığını düşünen bir personel tarafından işletme aleyhine dava açılmış olup dava sonucunda 62.500 TL tazminat ödenmesi kuvvetle muhtemeldir.
  - B Davası- şirketin bir müşterisi tarafından yaptığı alımlar doğrultusunda zarara uğradığı yönünde şirket aleyhine dava açılmıştır. Dava sonucunda 125.000 TL tutarında tazminat ödemesi kuvvetle muhtemeldir.
  - C Davası- şirketin bir müşterisiyle yaptığı sözleşme gereği gecikme cezası ödeme ihtimali bulunmaktadır.
18. Yapılan hesaplama sonucunda 250.000 TL'lik satış işleminin 25.000 TL finansman unsuru içerdiği tespit edilmiştir.
19. Ertelenen Vergi hesaplanmıştır.

Tüm bu varsayımlar doğrultusunda uygulamadaki TFRS'ler çerçevesinde yapılacak düzeltmeler şu şekilde olacaktır:

1. Ülkemizdeki mevcut VUK göre mevduatlar vadeli ise 181- Gelir Tahakkukları hesabına faiz tahakkuku yapılırken,

TMS 1 Finansal tabloların sunuluşu Standardına göre faiz gelirleri tahakkuk tutarı anaparanın üzerine ilave edilmektedir.

_____	//	_____
102 BANKALAR	6.250	
	642 FAİZ GELİRLERİ	6.250
_____	//	_____

2. Ülkemizde yer alan uygulamada işletmeler değeri düşen hisse senetleri için karşılık ayırmakta olup, değer yükselmelerinde ihtiyatlık kavramı gereği kayıt yapmamaktadır. VUK md. 279 a göre menkul kıymetler alış bedeli ile değerlendirirken TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme Standardına ve TFRS 9' a göre ise, Finansal bir varlık veya borç ilk muhasebeleştirme sırasında gerçeğe uygun değeri karşılayacak şekilde değerlendirme gününde borsada en iyi bekleyen alış fiyatı ile değerlemeleri gerekir. TFRS'lere dönüştürme yapılırken, bunların ne amaçla satın alındığı önem kazanmaktadır.<sup>221</sup>

Gerçeğe uygun değerinde meydana gelen fark kar veya zarar olarak gelir tablosuna yansıtılır.

A menkul kıymeti için yapılması gereken kayıt TMS 39 a göre bu hisse senetlerinin değer artış ve azalış farkları gelir tablosuna yansıtılacaktır.

_____	//	_____
110 HİSSE SENETLERİ	37.500	
	649 DİĞER OLAĞAN GELİR VE KARLAR	37.500
_____	//	_____

3. B menkul kıymeti için yapılması gereken kayıt ;

_____	//	_____
110 HİSSE SENETLERİ	12.500	
	649 DİĞER OLAĞAN GELİR VE KARLAR	12.500
_____	//	_____

4. C menkul kıymeti için yapılması gereken kayıt; TMS 39 a göre, bu hisse senetlerini, satılmaya hazır finansal varlık olarak sınıflandırır ve değer artış ve

<sup>221</sup> ÖRTEN, Remzi, KAVAL, Hasan, KARAPINAR, Aydın, Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları, Gazi Kitabevi, Ankara, Nisan 2012, 6.Baskı, s.663-664

azalış farkları, hisse senedi satılana kadar özkaynaklarda izlenir. Hisse senetleri öncelikle alım satım amaçlı hisse senetleri arasından çıkarılmalı ve mali duran varlıklar arasına alınmalıdır.

_____	//	_____
249 DİĞER MENKUL KIYMETLER	62.500	
110 HİSSE SENETLERİ		62.500
_____	//	_____
_____	//	_____
249 DİĞER MENKUL KIYMETLER	12.500	
526 FİNANSAL VARLIK DEĞERLEME FARKLARI		12.500
_____	//	_____

5. Vadesi geldiği halde tahsil edilemeyen alacaklara karşılık ayrılması gerekmektedir. Ülkemizdeki uygulamada da şüpheli hale gelmiş olan senetler için karşılık ayrılmakta, karşılığa gerek kalmaması durumunda, karşılık rakamı Konusu Kalmayan Karşılıklar hesabına devredilerek kapatılmaktadır. VUK md.323 e göre alacağın şüpheli hale gelebilmesi için, alacağın mutlaka ticari ve zirai kazancın elde edilmesi ve idame ettirilmesi ile ilgili olmalıdır. Ayrıca vergi usul kanununa göre, şirketler yalnızca dava açarak yasal takibe aldıkları ticari alacaklarına karşılık ayrılabilir. TFRS ise tahsil edilemeyeceği düşünülen her türlü alacak için karşılık ayrılmaktadır.

_____	//	_____
128 ŞÜPHELİ TİCARİ ALACAKLAR	75.000	
120 ALICILAR		75.000
_____	//	_____
_____	//	_____
770/632 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	75.000	
129 ŞÜPHELİ TİCARİ ALACAK KARŞ.		75.000
_____	//	_____

6. Alacaklara reeskont uygulaması yapılmadan önce alacakların tahsil kabiliyetleri açısından incelenmesi gerekmektedir. Bu amaçla bir alacağın şüpheli alacak olarak değerlendirilebilmesi için işletmeler değişik göstergelerden yararlanabilmektedir. Bunlar:

- İşletmenin önceki yıllarda tahsil edilemeyen alacaklarına ilişkin veriler,
- Borçlunun ödeme yeteneği
- İşletmenin içinde bulunduğu sektörde ve cari ekonomik ortamda ortaya çıkan olağanüstü koşullardır.

Şüpheli alacak çalışması yapıldıktan sonra kalan bakiye üzerinden reeskont çalışması yapılmalıdır. TMS 39'a göre kullanılacak iskonto oranı, etkin faiz oranı, yani iç verim oranıdır. Etkin faiz oranı yerine emsal faiz oranı da kullanılabilir. Uygulamada, emsal faiz oranı olarak T.C. Merkez Bankası'nın Kısa vadeli avanslar için yayınlamış olduğu iskonto haddi uygulanmaktadır.<sup>222</sup>

Ülkemizde yer alan uygulamada işletmeler isteğe bağlı olarak sadece senetli alacakları ve senetli borçları için etkin faiz yöntemini kullanarak reeskont hesaplamakta iken senetsiz alacaklar ve borçlar mukayyet değer ile değerlendirilmektedir. TMS 39'a göre ise şirketin her türlü alacağı bir finansal varlık olduğundan bu alacakların tamamı reeskonta tabidir. Bütün senetli senetsiz alacaklar etkin faiz yöntemiyle hesaplanan iskonto edilmiş değerleriyle gösterilirler.

Alıcılar hesabının Değerlenmesi

_____	//	_____	
657 REESKONT FAİZ GİDERLERİ		6.250	
		124 ERTELENMİŞ FAİZ GELİRLERİ	6.250
_____	//	_____	

<sup>222</sup> TERZİ, Serkan, ŞEN KIYMETLİ, İlker, BÜLBÜL, Filiz, "UFRS'ye Göre Cari Dönem Bilanço ve Gelir Tablosunun Hazırlanması" Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 90-2008 s.103-129

Bu kayıt ertesı yıl basında iptal edilerek

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

122 ERTELENMİŞ FAİZ GELİRLERİ 6.250

647 REESKONT FAİZ GELİRLERİ 6.250

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

Ticari Borçlar hesabı da aynı şekilde,

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

324 ERTELENMİŞ FAİZ GİDERLERİ 12.500

647 REESKONT FAİZ GELİRLERİ 12.500

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

Ertesi yıl başında ise;

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

657 REESKONT FAİZ GİDERLERİ 12.500

324 ERTELENMİŞ FAİZ GİDERLERİ 12.500

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

7. VUK md.274'e göre stoklar maliyet bedeli ile değeri. TMS 2 Stoklar Standardına göre ise Stoklar maliyet bedeliyle net gerçekleşebilir değerinden düşük olanı ile değeri. Stokların net gerçekleşebilir değeri düştüğü için işletme değeri düşüklüğü için karşılık ayrımalıdır.

Örneğimizde ticari malların kayıtlı değeri net gerçekleşebilir değerinden fazladır. Stok değeri düşüklüğü karşılığı ayrılırken satışların maliyeti altında açılacak bir hesapta gider yazılması gerekmektedir.<sup>223</sup>

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

157 DİĞER STOKLAR 187.500

153 TİCARİ MALLAR 187.500

\_\_\_\_\_ // \_\_\_\_\_

<sup>223</sup> ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, a.g.e., s. 836

_____ // _____	
621 SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	25.000
158 STOK DEĞER DÜŞÜKLÜĞÜ KARŞ.	25.000
_____ // _____	

8. VUK md.275'e göre, direkt faiz ve kur farkları, mal aktife girinceye kadar ödenmiş ise maliyete ilave edilir. Mal aktife girdikten sonra yapılan ödemelerin maliyete veya gidere aktarımı ihtiyaridir. TMS 2 Stoklar standardına göre, vadeli alınan ve stoklarda vade farkı, finanse edildiği dönemin faiz gideri olarak muhasebeleştirilir.

_____ // _____	
780 FİNANSMAN GİDERLERİ	18.750
153 TİCARİ MALLAR	18.750
_____ // _____	

9. TMS/TFRS geçiş döneminde en büyük fark Maddi Duran Varlıklar kaleminde yaşanmaktadır. Bu nedenleri kısaca:

- İlk edinimde özellikle vade farkları nedeniyle doğan maliyet bedeli farklılıkları
- Daha sonra yapılan harcamaların muhasebeleştirilmesinden doğan farklılıklar,
- Amortisman süresinin başlangıç tarihinden ve amortisman oranlarından kaynaklanan farklılıklar,
- İlk iktisaptan sonraki dönemde değerlendirme ölçülerinden kaynaklanan farklılıklar,

Şeklinde sınıflamak mümkündür.

TMS 16 Maddi Duran Varlıklar Standardına göre, binanın maliyeti içinde yer alan arsa payının tespit edilerek binanın maliyetinden düşülmesi, arsa hesabında izlenmesi gerekmektedir. TMS 16'ya göre arsa payları ayrı olarak hesaplanabiliyor ise ayrı bir hesapta izlenmelidir.

_____	//	_____
250 ARAZİ VE ARSALAR		175.000
252 BİNALAR		175.000
_____	//	_____

TMS 16 Maddi Duran Varlıklar Standardına göre boş arsa ve araziler amortismanına tabi değildir. Binanın arsadan aldığı pay düşüldükten sonra arsaya ait amortisman tutarının iptal edilmesi gerekir.

_____	//	_____
257 BİRİKMiŞ AMORTİSMANLAR		17.500
770.GENEL YÖNETİM GİDERLERİ		17.500
_____	//	_____

10. Ülkemizde mevcut uygulamada duran varlıklar maliyet bedeli ile kayıtlara alınmakta ve bu bedel ile tablolarda gösterilmektedir. VUK md. 269'a göre Maddi Duran Varlıklar maliyet bedeli ile değeri değerlendirilir. Piyasa değeri esas alınarak değerlendirilemez. Değer düşüklükleri finansal tablolara yansıtılmamaktadır. TMS 36 Varlıklarda Değer Düşüklüğü Standardına göre ise, her bir raporlama dönemi sonunda duran varlıkların değer düşüklüğüne uğradıklarına ilişkin herhangi bir gösterge olup olmadığının değerlendirilmesi gerekmektedir. Buna göre duran varlığın defter değeri, geri kazanılabilir değerden yüksek kalmışsa değer düşüklüğü kayıt altına alınır. Burada geri kazanılabilir değer daha düşük olduğu için, duran varlıklar bu değere indirgenir.

_____	//	_____
659 DİĞER OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR		16.250
250 ARAZİ VE ARSALAR		6.250
252 BİNALAR		10.000
_____	//	_____

11. Ülkemizde maddi duran varlıklar için Maliye Bakanlığı tarafından verilen oranlar üzerinden amortisman ayrılmaktadır. VUK'ta yer altı ve yer üstü



düzenleri, binalar için normal amortisman yöntemine göre; tesis makine ve cihazlar, demirbaşlar için azalan bakiyeler yöntemine göre; taşıtlar için ise kıst amortisman yöntemine göre amortisman ayrılmaktadır. TFRS’de ise faydalı ömürler İşletmenin tecrübeleri ile yeniden değerlendirilmiş ve üst yönetimin de onayı ile maddi duran varlıkların faydalı ömürleri yeniden tespit edilmiştir. Amortisman başlama tarihleri de dikkate alınarak tüm maddi duran varlıklar kıst amortisman yöntemine göre makinelerin amortismanlarının düzeltilmesi gerekmektedir. Makine ekim ayında alındığı için 1 yıllık yerine 3 aylık amortisman giderinin dikkate alınması gerekmektedir.

_____	//	_____
770 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ		3.750
		257 BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR 3.750
_____	//	_____
Düzeltilme Kaydı		
_____	//	_____
257 BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR		11.250
		770 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ 11.250
_____	//	_____

12. Ülkemizdeki uygulamada finansman giderleri doğrudan 780 Finansman Giderleri hesabına aktarılmakta, yılsonunda 660/661 Kısa/Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri hesabına aktarılmaktadır.

TMS 23’e göre özellikli varlık, amaçlanan kullanıma veya satışa hazır duruma getirilebilmesi zorunlu olarak uzun bir süreyi gerektiren varlıklardır. Özellikli varlığa ait finansman giderlerinin aktifleştirilmesi gerekmektedir. Buna göre 8.000 TL nin 780 nolu hesaptan düşülerek özellikli varlığın maliyetine dahil edilmesi gerekmektedir.

_____	//	_____
258 YAPILMAKTA OLAN YATIRIMLAR		10.000
		780 FİNANSMAN GİDERLERİ 10.000
_____	//	_____

13. TMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardına göre, “Gerçekleştiği anda gider olarak muhasebeleştirilen harcamalarla ilgili diğer örnekler şunlardır: TMS 16 Maddi Duran Varlıklar Standardı uyarınca bir maddi duran varlık kaleminin maliyetine dahil edilmiş olmadıkça, faaliyete başlanmasına ilişkin harcamalar (başlangıç maliyetleri gibi) Başlangıç maliyetleri, bir tüzel kişiliğin oluşturulması için yapılan yasal ve sekreteryaya türü maliyetler, yeni bir tesis veya işyeri açmak için yapılan harcamalar (açılış öncesi maliyetler) veya yeni faaliyetlerin başlatılması, yeni ürün veya süreçlerin oluşturulması için yapılan harcamalar (faaliyet öncesi maliyetler) gibi kuruluş maliyetlerinden oluşabilir” buna göre maddi olmayan duran varlıklar içerisinde yer alan 262 Kuruluş ve Örgütlenme giderleri TMS’ye göre aktifleştirilmeyip doğrudan dönemin gideri olarak dikkate alınmalıdır.

_____	//	_____
770 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ		18.750
		262 KURULUŞ VE ÖRGÜTLENME GİD. 18.750
_____	//	_____
Amortismanına ait iptal kaydı ise,		
_____	//	_____
268 BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR		3.750
		770 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ 3.750
_____	//	_____

14. TMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardına göre, araştırma giderleri dönem gideri olarak kayda alınırken, geliştirme safhasındaki harcamalar ise aktifleştirilmektedir. Standardın bu şekildeki araştırma geliştirme giderlerini iki grupta sınıflandırması dönemsellik kavramı gereğidir. Tek düzen hesap planına bakıldığında AR-GE giderlerinin hem dönem gideri olarak yazılabilmesi hem de aktifleştirilebilmesi adına iki farklı grupta AR-GE giderleri hesabı oluşturulduğu görülmektedir.

_____ //	
750 ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDER.	5.000
258 BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR	1.250
263 ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİD.	6.250

15. TMS 24 Standardına göre, ilişkili taraflara olan borçların ayrı bir kalemden gösterilmesi gerekmektedir.

_____ //	
336 DİĞER ÇEŞİTLİ BORÇLAR	25.000
330 İLİŞKİLİ TARAFBA BORÇLAR	25.000

16. TMS 19 Standardına göre, işletmenin kıdem tazminatı karşılığı ayırması gerekmektedir. Standarda göre kıdem tazminatları ve kullanılmayan izinler için karşılık ayrılır ve gider yazılır. Kıdem tazminatı işçinin son aldığı brüt ücret üzerinden hesaplanmaktadır. Her 365 gün günlük süre, hesaplamada bir yıl olarak dikkate alınmaktadır. Kıdem tazminatı hesabında ücret dışındaki parasal hakların son bir yılda ödenen toplamının 365'e bölünmesi suretiyle sonuca gidilmesi gerekmektedir. Artan süreler ise orantı yapılarak kıdem tazminatı hesabına yansıtılır. Stok ve maliyetlerle ilişkilendirilmez. Ülkemizdeki uygulamalarda kıdem tazminatı karşılıkları ancak Kanunen Kabul Edilmeyen Gider sayılmaktadır. TMS 19 kapsamında aktüeryal değerlendirme yöntemleri kullanılarak 25.000 TL kıdem tazminatı karşılığı ayrılmıştır.

_____ //	
770 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	31.250
472 KIDEM TAZMİNATI KARŞILIĞI	31.250

17. TMS 37 Standardına göre, karşılık ayrılabilmesi için geçmişteki olaylardan kaynaklanan bir yükümlülüğün bulunması, bu yükümlülükle ilgili olası bir nakit çıkışının söz konusu olması ve bu nakit çıkışının güvenilir olarak ölçülebilmesi gerekmektedir.

Şirketin aleyhine açılan davalar incelendiğinde sadece A ve B davalarının koşullarının tamamını karşıladığı görülmektedir. C davası ise gerekli nitelikleri taşımadığından onlarla ilgili herhangi bir karşılık ayırmaya gerek yoktur. Bu dava niteliklerine bağlı olarak şarta bağlı yükümlülük olarak mali tablolar dipnotlarında açıklanabilirler.

_____	//	_____	
632 GENEL YÖNETİM GİDERLERİ		187.500	
		379 DİĞER BORÇ VE GİDER KARŞ.	187.500
_____	//	_____	

18. Vadeli satış yapıldığı durumlarda, satış bedelinin gerçeğe uygun değeri, alınacak olan nakdin nominal tutarından daha düşük olabilmektedir. TMS 18 standardına göre, vadeli satışlara ilişkin vade farklarının satışlar içerisinde değil, faiz geliri hesabında raporlanması gerekmektedir. Bu nedenle satış işlemi sonucunda ortaya çıkan ve henüz tahsil edilmemiş olan faiz gelirlerinin alacaklardan düşülmesi ve karşı hesabın ise pasif karakterli bir hesapla ilişkilendirilmesi gerekmektedir.

_____	//	_____	
120 ALICILAR		250.000	
		600 YURTIÇİ SATIŞ	250.000
_____	//	_____	

TMS 18'e göre yapılması gereken kayıt;

_____	//	_____	
120 ALICILAR		250.000	
		600 YURTIÇİ SATIŞ	225.000
		642 FAİZ GELİRLERİ	25.000
_____	//	_____	

19. TMS 12 Gelir Vergileri Standardına göre, TFRS ve VUK arasındaki farklı değerlendirme ilkelerinin ve zamanlama farklarının sonucunda ortaya çıkan geçici farkların etkileri dikkate alınarak, ertelenmiş vergi hesaplaması yapılmaktadır.<sup>224</sup>
12. No'lu standardın amacı, gelir vergilerinin muhasebeleştirilmesini düzenlemek, bir şirketin bilançosunda yer alan varlık ve borçların defter değerlerinin, ileride varlıklar için fayda elde etme, borçlar için ise ödeme yapılmasının, cari dönemde oluşan ve sonuçları işletmenin finansal tablolarına yansıyan işlemler veya diğer olayların cari ve ileriki dönemlerdeki vergisel sonuçlarının belirlenmesidir. Cari dönemin ve önceki dönemlerin dönem vergisi olarak vergi idaresine ödenecek dönem vergi borçlarının (varlıklarının) tutarı bilanço tarihi itibarıyla yürürlükte olan vergi oranları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Böylelikle işletmenin bilanço hazırladığı tarihte gelecek dönemlerde karşılaşılabileceği vergi yükümlülükleri ve indirimlerinin tespit edilmesi ve tablolarda gösterilmesi sağlanmış olur.

Ertelenmiş Vergi Varlığı ve Vergi Yükümlülüğü hesaplanırken;

Aktifte;

Vergi Değeri > Muhasebe Değeri olan bilanço kalemleri bulunur. Farkların kurumlar vergisi oranı ile çarpımı oranında Ertelenmiş Vergi Varlığı oluşturulması gerekmektedir. Bu tutar Ertelenmiş Vergi Varlığına borç kaydedilirken, Dağıtılmamış Kârlara alacak yazılacaktır.

Vergi Değeri < Muhasebe Değeri olan bilanço kalemleri bulunur. Farkların kurumlar vergisi oranı ile çarpımı oranında Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü oluşturulması gerekmektedir. Bu tutar Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü'ne alacak kaydedilirken, Dağıtılmamış Kârlara borç kaydedilir.

Pasifte;

Vergi Değeri > Muhasebe Değeri olan bilanço kalemleri bulunur. Farkların kurumlar vergisi oranı ile çarpımı oranında Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü oluşturulması gerekmektedir. Bu tutar Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü'ne alacak kaydedilirken, Dağıtılmamış Kârlara borç yazılacaktır.

---

<sup>224</sup> ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, a.g.e., s. 856

Vergi Değeri < Muhasebe Değeri olan bilanço kalemleri bulunur. Farkların kurumlar vergisi oranı ile çarpımı oranında Ertelemiş Vergi Varlığı'nın oluşturulması gerekmektedir. Bu tutar Ertelemiş Vergi Varlığı'na borç kaydedilirken, Dağıtılmamış Kârlara alacak kaydedilir.<sup>225</sup>

Örnek İşletmemizde;

	Ertelemiş Vergi Varlıkları	Ertelemiş Vergi Yükümlölükleri
Banka Faiz Geliri		6.250
Menkul Kıymetler		50.000
Şüpheli Ticari Alacak	75.000	
Ticari Alacak Reeskontu	6.250	
Ticari Borç Reeskontu		12.500
Ticari Mal Değer Düşüklüğü	25.000	
Vadeli Alış	18.750	
M.D.V. Amortisman		17.500
M.D.V. Değer Düşüklüğü	16.250	
M.O.D.V. Amortisman		11.250
Özellikli Varlık		10.000
Kuruluş ve Örgütlenme Gid.	15.000	
Araştırma Gideri	6.250	
Kıdem Tazminatı Karş.	31.250	
Karşılık Gideri	187.500	
<b>Toplam</b>	<b>381.250</b>	<b>107.500</b>

Ertelemiş Vergi Varlıkları:  $381.250 * \%20 = 76.250$

Ertelemiş Vergi Yükümlölükleri:  $107.500 * \%20 = 21.500$

<sup>225</sup> ÖRTEN, Remzi, KAVAL, Hasan, KARAPINAR, Aydın, a.g.e., s. 684-685

//	
260 ERTELENEN VERGİ VARLIKLARI	76.250
496 ERTELENEN VERGİ YÜKÜMLÜLÜKLERİ	21.500
691 DÖNEM KARI VE DİĞ.YAS.YÜK.KARŞ.	54.750
//	

TFRS'ye göre yapılan yeniden sınıflandırma ve düzeltme işlemleri sonucunda açılış bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır:

<b>ERDEM İŞLETMESİNİN 31.12.2015 TARİHLİ BİLANÇOSU</b>			
<b>AKTİFLER</b>		<b>PASİFLER</b>	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>1.306.250</b>	<b>K.V.Y.K</b>	<b>1.012.500</b>
	<b>0</b>		<b>0</b>
Hazır Değerler		Finansal Borçlar	
Kasa	25.000	Banka Kredileri	87.500
Banka	131.250	Satıcılar	700.000
Menkul Kıymetler		Ertelenmiş Faiz Gideri (-)	(12.500)
Hisse Senetleri	362.500	Diğer Çeşitli Borçlar	
Ticari Alacaklar		Diğer Çeşitli Borçlar	25.000
Alıcılar	437.500	Alınan Sipariş Avansları	
Alacak Senetleri		İlişkili Taraflara Borçlar	25.000
Ertelenmiş Faiz Geliri (-)	(6.250)	Borç ve Gider Karşılıkları	
Şüpheli Ticari Alacaklar	75.000	Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	187.500
Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)	(75.000)	<b>U.V.Y.K.</b>	<b>52.750</b>
Diğer Çeşitli Alacaklar		Kıdem Tazminatı Karşılığı	31.250
Stoklar		Ertelenen Vergi Yükümlülükleri	21.500
Ticari Mallar	193.750	<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>801.000</b>
Diğer Stoklar	187.500	Ödenmiş Sermaye	600.000
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	(25.000)	Sermaye Yedekleri	

)			
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>560.000</b>	Finansal Varlık Değerleme Farkı	12.500
Mali Duran Varlıklar		Kar Yedekleri	
Diğer Menkul Kıymetler	75.000	Dönem Net Karı	188.500
Maddi Duran Varlıklar			
Arazi ve Arsalar	168.750		
Binalar	165.000		
Tesis Makine ve Cihazlar	75.000		
Birikmiş Amortismanlar (-)	(21.250)		
Yapılmakta Olan Yatırımlar	10.000		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri			
Haklar			
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	13.750		
Birikmiş İtfa Payları (-)	(2.500)		
Ertelenen Vergi Varlıkları	76.250		
<b>TOPLAM AKTİF</b>	<b>1.866.250</b>	<b>TOPLAM PASİF</b>	<b>1.866.250</b>
	<b>0</b>		<b>0</b>



Tablo 6: TFRS/TMS ile VUK Karşılaştırması

	<b>TFRS/TMS</b>	<b>VUK</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar için Amortisman</b>	Amortisman konu değer varlığın maliyet bedelinden kalıntı değer düşüldükten sonraki tutardır. Varlığı elde ederken ortaya çıkan vade farkları varlığın maliyetine dahil edilmediği için vade farksız tutar üzerinden amortisman ayrılmaktadır. Varlığı elde etme ile ilgili finansman giderlerinin maliyete verilmemesi gerektiği için (özellikli varlıklar hariç) finansman giderlerini içermeyen maliyet bedeli üzerinden amortisman ayrılmaktadır. Amortisman süresi yararlı ömür veya üretim miktarına göre belirlenir. Bu ölçüler muhasebe uygulayıcısı tarafından tahmin edilir. Yararlı ömür “yıl” veya “üretim birimi” bazında belirlenebilmektedir. Yararlı ömrü ve kalıntı değer tahmini her yıl gözden geçirilmek ve değişiklikler yansıtılmak zorundadır. Kullanılabilecek yöntemler “doğrusal amortisman yöntemi, azalan bakiyeler yöntemi ve üretim miktarı yöntemi” dir. Satış amaçlı maddi duran varlıklarla gelecekte ekonomik yarar beklenmeyen duran varlıklarda amortisman ayırma işlemi durdurulur. Parçalara ayırarak ya da gruplandırarak amortisman ayırmak mümkündür.	Amortisman konu değer varlığın maliyet bedelidir. Varlığı elde ederken ortaya çıkan vade farkları varlığın maliyetine dahil olduğu için vade farkını içeren toplam tutar üzerinden amortisman ayrılmaktadır. MDV’ın elde edildiği döneme (sonraki dönemlerde isteğe bağlı) ait finansman giderlerinin maliyete verilmesi gerektiği için amortisman konu değer her hâlükârda finansman giderlerini içermektedir. VUK’ta yapılan değişiklikle “yararlı ömür” amortisman esas süre olmasına rağmen, yayınlanan listedeki ekonomik ömürlere uyulması gerekmektedir. Yararlı ömür sadece “yıl” bazında belirlenmektedir. Yararlı ömür olağanüstü durumlar dışında sabittir. Kullanılabilecek yöntemler, normal amortisman yöntemi, azalan bakiyeler yöntemi ve istisnai durumlarda fevkalade amortisman yöntemidir. Üretim miktarı yöntemi öngörülmemiştir. Satış amaçlı maddi duran varlıklarla gelecekte ekonomik yarar beklenmeyen duran varlıklarda amortisman ayırmaya devam edilebilir. Parçalara ayırarak ya da gruplandırarak amortisman ayırma ile ilgili düzenleme bulunmamaktadır. Ancak birlikte değerlendirilebilir.
<b>Şüpheli Alacaklar</b>	Yönetim tahmini ve değerlendirmesi esastır. Kayıtlara alınan hasılatla ilgili tutarların tahsilinin şüpheli hale gelmesi durumunda kayıtlı alacak değeri ile gerçekleştirilebilir tahsilatın şimdiki zamana indirgenmiş net değeri arasındaki fark kadar şüpheli alacak karşılığı ayrılır. İlgili tutar kayıtlara alınan hasılatın ayarlanması suretiyle değil gider yazılmak suretiyle kayıtlara alınır.	Ticari ve zirai kazancın elde edilmesi ve idamesi ile ilgili olmak ve teminatı bulunmamak şartıyla, a) Dava veya icra safhasındaki alacaklar, b) Yapılan protestoya veya birden fazla yazılı istenmesine rağmen ödenmeyen ve dava ve icra takibine değmeyecek alacaklar, şüpheli alacak sayılır. Bu haldeki alacaklar için pasifte karşılık ayrılabilir (VUK Madde 323). Yukarıdaki koşullar gerçekleşmediği takdirde şirket mali tablolarında ayırdığı karşılık tutarını vergi hesabında KKEG olarak vergi matrahına ekler.
<b>İnşaat Sözleşmeleri</b>	İnşaat sözleşmelerinin doğası gereği sözleşme ile belirlenmiş faaliyetlerin başlama ve bitiş tarihleri farklı hesap dönemlerinde gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle, inşaat sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesine ilişkin temel konu, sözleşme hasılat ve maliyetlerinin inşaat işinin inşaatın bilanço tarihindeki tamamlanma oranı baz alınarak yapıldığı dönemlere tahsis edilmesidir. Bir inşaat sözleşmesinin sonucu güvenilir bir biçimde tahmin edilebiliyorsa, inşaatla ilişkin hasılat ve maliyetler bilanço günü	Birden fazla takvim yılına sirayet eden inşaat ve onarma işlemlerinde kar ve zarar işin bittiği yıl tespit edilir ve tamamı o yılın geliri sayılır. Beklenen zararlar ilgili inşaat ve onarım işlemlerinin bitimine kadar faaliyet sonuçlarına yansıtılamaz. Beklenen zararlar ilgili inşaat ve onarım işlemlerinin bitimine kadar faaliyet sonuçlarına yansıtılamaz.

	<p>itibariyle sözleşme faaliyetlerinin tamamlanma düzeyi esas alınarak gelir ve gider olarak belirlenir.</p> <p>İnşaat sözleşmelerinin sonuçları güvenilir biçimde tahmin edilemiyorsa,</p> <p>a) Hasılat, yalnızca katlanılmış sözleşme maliyetlerinden geri kazanılabilmesi mümkün olan kısım derecesinde kaydedilmelidir.</p> <p>b) Sözleşme maliyetleri gerçekleştikleri dönemde gider olarak yazılmalıdır.</p> <p>Toplam sözleşme maliyetlerinin toplam sözleşme hasılatını aşma olasılığı varsa, beklenen zarar derhal gider olarak belirlenmelidir.</p>	
<p><b>Stoklar</b></p>	<p>Stokların Değerlemesi Net Gerçekleşebilir Değer ile Maliyet Değerinden Düşük Olanı ile yapılır. Stokun satın alış fiyatı, ithalat vergileri ve diğer vergiler (firmanın vergi iadesinden alacağı vergiler hariç), nakliye, yükleme boşaltma maliyetleri ile mamul, malzeme ve hizmetlerin elde edilmesiyle doğrudan bağlantısı kurulabilen diğer maliyetleri içerir. Ticari ıskontolar ve benzeri diğer indirimler, satın alma maliyetinin belirlenmesinde indirim konusu yapılarak indirilir. Alış ile ilgili katlanılan faiz ve kur farkı giderleri, stok maliyetine eklenmezler ve dönemin gideri olarak kaydedilir. Aynı kur farkları gibi, stok maliyetine eklenmeden dönem gideri olarak kaydedilir. Direkt İşçilik gibi, üretilen birim adedi ile doğrudan bağlantılı maliyetleri içerir.</p> <p>İlk Madde ve Malzemelerin mamule dönüştürülmesi sırasında katlanılan ve düzenli olarak ürünlere dağıtılan sabit ve değişken maliyetleri içerir.</p> <p>Değişken genel üretim maliyetleri, endirekt malzeme, endirekt işçilik gibi üretim miktarı ile doğrudan bağlantılı maliyetlerdir.</p> <p>Sabit genel üretim maliyetleri, amortisman, fabrika binası ve makine teçhizatın bakım onarım giderleri gibi, üretim miktarından bağımsız olarak nispeten sabit kalan dolaylı üretim maliyetleri ile fabrikanın yönetim ve idaresi ile ilgili maliyetlerdir.</p> <p>Birim başına dağıtılan sabit maliyetler, tam kapasite varsayılarak yapılmakta, eğer düşük kapasite çalışılıyorsa söz konusu birim sabit maliyetler arttırılmamaktadır.</p> <p>UMS VUK'a göre daha kapsamlı bir maliyet anlayışına sahiptir. Üretilen ürün çeşidi birden fazla olduğu takdirde, eğer söz konusu mamullerin üretim maliyetleri ayrı olarak belirlenemiyorsa, bu maliyetler ürünler arasında rasyonel ve tutarlı bir</p>	<p>Stoklar Maliyet bedeli ile değerlenir. Satın alma maliyetleri, satın alma bedelleri ile birlikte tüm satın alma giderleri ile satın alınan stok konusu malın, depolanacağı yere kadar taşınması için ödenen taşıma ve sigorta giderleri bu harcamalara dâhildir. Mal alımından dolayı doğan kur farkları; malın satın alınıp, işletme stoklarına girdiği tarihe kadar oluşan kur farklarının maliyete eklenmesi zorunludur.</p> <p>Stokta kalan mal ile ilgili olarak daha sonra ortaya çıkacak kur farklarını ise, ilgili buldukları yıllarda gider yazılması veya maliyete eklenmesi mümkündür.</p> <p>İşletmenin söz konusu stokları alabilmek için finansman sağlamak amacıyla almış olduğu banka kredi komisyon ve faiz giderlerinden doğan kur farklarını da isteğe göre istenirse, stok maliyetlerine ya da dönem giderine eklenir. Buna göre, işletmeler söz konusu ödemelerini doğrudan gider olarak kaydedebilecekleri gibi diledikleri takdirde stokta bulunan stoka düşen kısmı maliyete ekleyebilirler. Malın satın alınıp, işletme stoklarına girdiği tarihe kadar oluşan vade farkları maliyete eklenmesi zorunludur. (VUK Genel Tebliği No: 238)</p> <p>Stokun satıldığı yıl, matrahından indirim yapılabilir. Stok maliyetine verilmemiş ve ilgili döneme doğrudan gider kaydedilmiş finansman maliyetlerine bakılır. Eğer stok satılmışsa başka kayıt yapılmaz. Stok satılmamışsa, kanunen kabul edilemeyen gider kaydı yapılır. Diğer bir deyişle kâr matrahına eklenir. Aynı miktar stok satıldığında kâr/zarara yansıtılır. Dönüştürme maliyetleri VUK. 275. maddesine göre şunlardır:</p> <p>*Mamulün üretilmesinde kullanılan ilk madde ve malzeme.</p> <p>*Mamule isabet eden işçilik.</p> <p>*Genel üretim maliyetlerinden, mamule düşen pay.</p>

<p>maliyete göre dağılır. Maliyet dağıtımı ürünlerin ayrılma noktalarında veya tamamlandıktan sonra nispi satış değerine göre yapılır. Verilen hizmetle ilgili olan hasılatın muhasebeleştirilirken sonuç hesaplarına aktarılmadığı ve finansal tablolara gelir olarak yansıtılmadığı durumlarda verilen hizmetlerle ilgili giderler, stok hesaplarına yansıtılır. Yapıları gereği önemsiz olarak kabul edilip, net gerçekleştirilebilir değerlerine göre ölçülürler ve bu tutar ana ürün maliyetlerinden düşülür. Bunun sonucu olarak, ana ürünün defter değeri maliyetlerinden önemli ölçüde farklılık göstermezler. FİFO (ilk giren ilk çıkar) ve ya ortalama ağırlıklı maliyet yöntemlerini (bu yöntem de dönem sonu ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi ve hareketli ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi olarak 2 ayrı şekildedir) ön görmektedir. Standart Maliyet veya Perakende Maliyet yöntemleri kullanılmasını ön görmekte,</p> <p>*Normalin üzerinde gerçekleşen, ilk madde ve malzeme (fire ve kayıplar), işçilik ve diğer üretim maliyetleri</p> <p>*Bir sonraki üretim aşaması için zorunlu olanlar dışındaki depolama giderleri</p> <p>*Stokların bulunduğu konum ve duruma gelmesinde katkısı olmayan genel yönetim giderleri</p> <p>*Satış giderleri Stokların çeşitli nedenlerle bozulması, çürümesi, kırılması, çatlaması ve benzer nedenlerle ekonomik değerinde düşüş olabilir veya tamamen değersiz hale gelebilir veya satış fiyatı mal oluş fiyatının altına düşebilir.</p> <p>Stoklar finansal tablolarda, kullanılmaları veya satılmaları sonucunda elde edilmesi beklenen tutardan daha yüksek bir bedelle izlenemez.</p> <p>Stok maliyetlerinin kullanım veya satış sonucu elde edilecek tutardan yüksek olması durumunda, stok değer düşüklüğü karşılığı ayrılır. Bu işlem sonucu stok maliyetleri net gerçekleştirilebilir değere indirgenmiş olur.</p> <p>Dönem sonlarında “stoklardaki değer düşüklüğü karşılığı” hesaplanarak sonuç hesaplarına yansıtılır; stokların finansal tablolarda gerçekleştirilebilir değerle raporlanması sağlanır.</p> <p>Net gerçekleştirilebilir değer tahmini, hesaplama anında mevcut güvenilir kanıtlara göre stokların satılması durumunda elde edilmesi beklenen satış tutarları esas alınarak yapılır.</p>	<p>*Genel yönetim giderlerinden mamule düşen hisse.</p> <p>*Ambalajlı olarak piyasaya sürülmesi zorunlu olan mamullerde, ambalaj malzemesinin bedeli.</p> <p>Tam maliyet yöntemi uygulaması esastır. Normal maliyet yöntemi uygulandığı takdirde, sabit genel üretim giderlerinin döneme yansıtılan kısmı, söz konusu dönemin gideri içerisinde değil, maliyetleri içinde raporlanması gereğinden dolayı ilgili uygulama kaydı yapılmalıdır. Bu tutar kanunen kabul edilemeyen gider olarak kayıt edilir. Bu kayıt, ilgili stok satılana kadar geçici bir fark oluşturur, stoklar satıldıktan sonra ortadan kalkmış olur. Vergi hukukunda özel bir düzenleme yoktur. Ancak VUK’un 198 ve 203. maddeleri gereği maliyet muhasebesi sistemlerinden yararlanabilirler. Ancak, maliyet esasına göre değerlendirilerek ve VUK’un 275. maddesinde belirtildiği şekilde mamullerin ilk madde ve hammaddeyi, mamullere isabet eden işçilik ile maliyet dağıtım tablosu aracılığı ile genel üretim maliyetlerinin dağılımı yapılır ve ambalaj kullanılıyorsa, kullanılan ambalajın maliyeti ilgili mamule yansıtılır. Bu konuyla ilgili ayrıca bir kanun maddesi belirlenmemiş olmakla beraber, sunulan hizmete mamul üretimi şeklinde yaklaşıp, üretilen hizmetin maliyeti imalatı olduğu gibi hesaplanır. Dönemi aşan ve henüz tamamlanmamış hizmetler (kongre, organizasyon vb) Yarı Mamul hesabında yer alır. Yan ürünler VUK’un 267. maddesi gereğince emsal bedelle değerlendirilip ölçülürler ve bu tutar ana ürün maliyetlerinden düşülerek, ana ürünlerin gerçek maliyetleri bulunur. Verilen geçici vergi beyannameleri nedeniyle üçer aylık dönemler itibarıyla veya yıllık ortalama maliyet yöntemi kullanılır. (VUK 262) Tekdüzen hesap sistemine göre standart maliyet yöntemini kullanabilme olanağına rağmen; sonuç hesaplarına aktarılacak maliyetler ve stokların değerlendirilmesi fiili gerçek maliyet yöntemine göre yapılır. (VUK 262 ve 275) Normalin üzerinde gerçekleşen ilk madde ve malzemelerden normal fire, ıskarta ve deşeler stok maliyetine girer. Normal firenin üstündeki fire ve kayıplar stok maliyetine girmez. Bu fire ve kayıpların dönem gideri olarak kar zarara aktarılması için takdir komisyonu kararı alınmalıdır. (VUK 278)</p> <p>Takdir komisyonu kararı yoksa fazla fireler ve kayıplar kanunen kabul edilmeyen gider</p>
---	--

		<p>olarak vergi matrahına eklenir.</p> <p>Çalışılmama nedeniyle gerçekleşen işçilik ister direkt ister dolaylı olsun bütün işçilik giderleri mamul maliyetine dahil edilirler. (VUK 275)</p> <p>Tam kapasite nedeniyle çalışamamaktan kaynaklanan giderler stok maliyetlerine alınmaz sonuç hesaplarına aktarılır. Zorunlu olmayan depolama giderlerinin stok maliyetlerine eklenmesi ihtiyaridir. Stokların bulunduğu konuma etkisi olmayan genel yönetim giderlerinin stok maliyetlerine pay verilmesi ihtiyaridir. Satış giderlerinden stok maliyetlerine pay verilmesi ihtiyaridir. Stoklarda değer düşüklüğü iki şekilde değerlendirilir.</p> <p>1- Yangın, deprem ve su basması gibi beklenmedik koşulların ortaya çıkması veya ticari faaliyetin icapları içerisinde bozulma, çürüme, kırılma, çatlama, paslanma gibi faktörlerin sonucunda “kıymeti düşen mallar” ile geçmiş yıla ait olup satılmayan ve elde kalan bazı özellikli mallar kıymeti düşen mallar olarak kabul edilir ve emsal bedeli ile değerlendirilir. (VUK 278)</p> <p>2- Malların maliyet bedeline nazaran değerlendirme günündeki satış bedelleri % 10 ve daha fazla bir düşüklük gösterdiği hallerde maliyet bedeli yerine emsal bedeli ölçüsü uygulayarak değerlendirme yapılabilir. (VUK 274)</p> <p>Emsal bedeli vergi idaresi tarafından görevlendirilmiş takdir komisyonu tarafından belirlenir. (VUK 267)</p>
<p><b>Varlıklarda Değer Düşüklüğü</b></p>	<p>Eğer varlığın kayıtlı değeri, kullanım veya satış yoluyla geri kazanılacak tutarından yüksekse, varlık geri kazanılabilir tutarından daha fazla tutarda izleniyor demektir. Böyle bir durum mevcut ise, varlıkta değer düşüklüğü meydana gelmiştir ve işletmenin bir değer düşüklüğü kaybını mali tablolara alması gerekir.</p> <p>Öncelikle bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayabileceğine ilişkin herhangi bir gösterge olup olmadığı değerlendirilmelidir. Eğer böyle bir gösterge mevcutsa, işletme varlığın geri kazanılabilir tutarına ilişkin tahminde bulunur.</p> <p>Geri kazanılabilir tutarı, bir varlığın net satış fiyatı ile kullanım değerinden yüksek olanı olarak tanımlamaktadır. Aktif bir piyasada alışverişe konu olmasa bile, varlığın net satış fiyatını belirlemek mümkündür. Ancak, bazı durumlarda, varlığın, bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında satışından elde edilebilir</p>	<p>Değer düşüklükleri Türk Ticaret Kanunu’na göre gider yazılsa dahi VUK’nda belirtilen şartlara uyulmadığı takdirde KKEG olarak kabul edilir ve vergi matrahına eklenir. Değer düşüklüğü stoklarda emsal bedelin tespiti ile demirbaşlarda ise fevkalade amortisman uygulaması ile yapılır.</p>

	<p>tutara ilişkin güvenilir bir tahmin yapmak için hiç bir temel oluşmadığından, net satış fiyatını belirlemek mümkün olmayacaktır. Bu durumda, varlığın geri kazanılabilir tutarı, kullanım değeri olarak dikkate alınır. Öncelikle bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayabileceğine ilişkin herhangi bir gösterge olup olmadığını değerlendirilmesidir, bir işletme, asgari olarak aşağıdaki göstergeleri dikkate alır:</p> <p><b>Dış kaynaklı bilgiler:</b></p> <p>a) Dönem boyunca, bir varlığın piyasa değerinin, zamanaşımı veya normal kullanım sonucunda, beklenilenden önemli ölçüde düşmüş olması,</p> <p>b) Dönem boyunca, işletmenin faaliyet gösterdiği piyasada, teknolojik, ekonomik veya hukuki ortamda veya varlığın tahsis edildiği piyasada, işletmeye olumsuz etkide bulunan önemli değişikliklerin ortaya çıkması ya da yakın gelecekte ortaya çıkacak olması,</p> <p>c) Piyasadaki faiz oranlarının veya yatırım karlılığına ilişkin diğer piyasa faiz oranlarının dönem boyunca artmış olması, ve muhtemelen bu artışların varlıkların değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranını etkileyecek olması ve varlığın geri kazanılabilir tutarını önemli derecede azaltacak olması,</p> <p>d) Net aktiflerin kayıtlı değerlerinin işletmenin piyasa değerinden daha fazla olması;</p> <p><b>İç kaynaklı bilgiler:</b></p> <p>a) Bir varlığın fiziksel hasara uğradığına veya eskidiğine ilişkin kanıtların mevcudiyeti,</p> <p>b) Varlığın mevcut veya beklenen kullanılma derecesinde ya da şekilde işletmeye olumsuz etkide bulunan önemli değişikliklerin ortaya çıkması veya yakın gelecekte ortaya çıkacak olması (Bu değişiklikler, varlığın ait olduğu faaliyetlerin durdurulmasına veya yeniden yapılanmasına ya da varlığın, önceden belirlenmiş tarihten önce elden çıkarılmasına ilişkin planları da kapsar),</p> <p>c) İşletmenin faaliyet raporlarında, bir varlığın ekonomik performansının beklenenden kötü olduğu veya olacağına ilişkin kanıtların mevcudiyeti.</p>	
<b>Reeskontlar</b>	<p>Temelde vade unsuru içeren alacak ve borçlar, söz konusu vade unsurundan arındırılmalıdır. İşlem karşılığının nakit veya nakit benzerleri olarak elde edildiği durumlarda, hasılat söz konusu nakit veya nakit benzerlerinin gerçek (makul) değeridir.</p>	<p>İktisadi işletmelere dahil alacaklar ve borçlar mukayyet değerleri ile değerlendirilir. Vadesi gelmemiş olan senede bağlı alacaklar ve borçlar istenirse değerlendirme gününün kıymetine irca edilebilir. (<i>reeskont</i>) (Mevduat veya kredi sözleşmelerine müstenit alacaklar ve borçlar</p>

	<p>Ancak, nakit akımının ertelendiği durumlarda satışın karşılığının makul değeri alınacak olan nakdin veya nakit benzerlerinin nominal değerinden daha düşüktür. İşletmenin satışlarını vadeli yapması ve vade boyunca faiz almaması veya piyasa faizinin daha altında bir faiz haddini uygulaması ve böylelikle işlemin etkin bir finansman işlemi olması durumunda, satışın karşılığının makul değeri, alacakların bugünkü değerine indirgenmesi suretiyle bulunur. Alacakların bu günkü değerinin belirlenmesinde aşağıdaki yöntemlere göre belirlenmiş faiz oranlarından biri kullanılır:</p> <p>a) Benzer kredi derecelendirmesine sahip bir işletmenin benzer finansal araçları için geçerli olan faiz oranı,  b) İlgili finansal varlığın nominal değerini, ilgili mal veya hizmetin peşin satış fiyatına indirgeyen faiz oranı.</p> <p>Yukarıda hasılat için belirtilen hususlar, satın alımlarda maliyet unsurlarında nakit akımının ertelendiği durumlarda da geçerlidir. Bu durumda borçların da bugünkü değerine indirgenmesi gerekmektedir.</p>	<p>değerleme gününe kadar hesaplanacak faizleriyle birlikte dikkate alınır.) Ticari hayatta çekler vadeli ödeme aracı olmalarına rağmen, TTK hükümleri uyarınca çekler, nakit ödeme aracı olup vade içermediği kabul edilmekte ve ibrazında ödenmesi gerekmektedir. Ticari kayıtlara göre reeskont yapılsa dahi ilgili reeskont tutarları kurumlar vergisi u Alacak senetlerini, reeskonta tabi tutan işletmeler borç senetlerini de reeskonta tabi tutmak zorundadırlar. Alacak ve borcun reeskonta tabi tutulması için aşağıdaki şartların var olması zorunludur:</p> <p>VUK hükümleri uyarınca reeskont işleminin yapılabilmesi için alacak ve borcun senede bağlanmış ve bu senesinde vadeli olması gerekmektedir.</p> <p>Senetsiz alacak ve borçların reeskonta tabi tutulması söz konusu değildir.</p> <p>SPK mevzuatına tabi olanlar tarafından reeskont yapılır ise de, Kurumlar Vergisi beyannamesinde gider tutarı kazanca eklenip, gelir tutarı ise kazançtan indirilir.</p> <p>Reeskont hesabında hasılat ve maliyet unsuru işlemlerde işlemin içinde nakit akımın ertelenmesi nedeniyle bulunabilecek faiz oranı (vade farkı) hususundan bahsedilmemiş, sadece senette belirtilen faiz oranından veya oran belirtilmemiş ise Merkez Bankası reeskont oranının kullanılacağı belirtilmiştir. uygulamasında dikkate alınmamaktadır.</p>
<b>Karşılıklar</b>	<p>Karşılık gerçekleşme zamanı veya tutarı belirli olmayan yükümlülüklerdir. Aşağıdaki koşulların varlığı halinde, karşılık mali tablolara alınır.</p> <p>a) Geçmiş olaylardan kaynaklanan mevcut bir hukuki veya zımni yükümlülüğün bulunması;  b) Yükümlülüğün yerine getirilmesi için ekonomik fayda içeren kaynakların işletmeden çıkmasının muhtemel olması; ve,  c) Yükümlülük tutarının güvenilir bir biçimde tahmin edilebiliyor olması.</p> <p>Bu koşullardan herhangi birini karşılamayan hususlarla ilgili olarak karşılık mali tablolara alınmaz, mali tablo dipnotlarında şarta bağlı yükümlülük olarak açıklanır.</p>	<p>Karşılıklar, hasıl olan veya beklenen fakat miktarı kesin olarak bilinmeyen ve teşebbüs için bir borç mahiyetini arz eden belli bazı zararları karşılamak maksadıyla ayrılan tutarlardır.</p>
<b>Maddi/Maddi Olmayan Duran Varlıklar</b>	<p>Amortismanına tabi varlıklar, varlığın <b> faydalı ömrü</b> boyunca sistemli bir şekilde amortismanına tabi tutulmalıdır. Varlığın faydalı ömrü amortismanına tabi bir varlığın işletme tarafından kullanılması beklenen dönem olarak tespit edilebilir veya işletme tarafından varlıktan elde edilmesi beklenen üretim adedine bağlı olarak</p>	<p>Vergi Usul Kanunu'na göre mükellefler amortismanına tabi iktisadî kıymetlerini Maliye Bakanlığı'nın tespit ve ilan edeceği oranlar üzerinden itfa ederler. İlan edilecek oranların tespitinde iktisadî kıymetlerin <b> faydalı ömürleri</b> dikkate alınır. (VUK Madde 315) (VUK GT 333) (<i>Bu hüküm 01.01.2004 tarihinden itibaren iktisap</i></p>

<p>belirlenebilir.</p> <p>Varlığın faydalı ömrü, varlığın işletmeye sağlaması beklenen yararına göre tanımlanır. İşletme politikası, varlığın belli bir süreden, ya da yararlarının bir bölümünün tüketilmesinden sonra hizmet dışı bırakılmasını gerektirebilir. Bu nedenle varlığın faydalı ömrü ekonomik kullanım süresinden daha kısa olabilir. Maddi varlıkların faydalı ömürleri, işletmenin benzer varlıklara ilişkin deneyimlerine bağlı olarak yapılan yönetim tahminleri ile belirlenir. Amortisman ayırmak ihtiyaridir. Normal (doğrusal) yöntem, azalan bakiyeler ve üretim miktarlarını baz alan yöntemlerden biri sistematik olarak uygulanarak ve ilgili varlığın kullanım şekli ile tutarlı olarak amortisman hesaplanabilir.</p> <p>Uygulanacak yöntem varlığın kendisinden gelecekte elde edilecek ekonomik yararlarının kullanılma biçimine göre seçilir ve bir dönemden diğerine ekonomik yararlarında bir değişiklik olmadığı sürece tutarlı olarak uygulanır. Yöntem değişikliği sadece beklenen ekonomik yararların kullanma biçiminde değişiklik olması durumunda mümkündür. Varlıkların geri kazanılabilir değerleri değer düşüklüğü, kaybolma ya da vazgeçilme durumlarında defter değerinden daha az olabilir. Böyle bir durumun <b>yasal olarak tespiti şart değildir</b>. Esas olan objektif yapılan geri kazanılabilir değer çalışmalarının yönetim tahminleri ile desteklenmesidir. Bu durumlarda defter değerinin geri kazanılabilir değere indirilmesi ve azalan tutarın gider yazılması gerekmektedir. Arsalar ve binalar birlikte alınmış olsalar dahi her iki varlıkta ayrı ayrı muhasebeleştirilir. Arsaların sınırsız bir ömre sahip oldukları varsayıldığından amortisman tabi tutulmazlar Esas olan özün önceliğidir. Varlığın faydalı ömrü periyodik olarak gözden geçirilmeli ve eğer faydalı ömür geçmişte yapılan tahminden önemli bir farklılık gösterir ise, faydalı ömür güncelleştirilerek cari yıl ve gelecek dönemlere ilişkin itfa oranları ileriye yönelik olarak düzeltilmelidir.</p> <p>Maddi varlığın kullanım süresi içinde varlığın performansını artırmaya yönelik harcamalardan dolayı varlığın faydalı ömrü uzayabilir ya da, teknolojideki değişiklikler veya ürünün pazarındaki değişiklikleri varlığın faydalı ömrünü kısaltabilir. Bu durumlarda faydalı ömür ile amortisman oranı cari ve gelecek</p>	<p><i>edilen kıymetler için geçerli olup, bu tarihten önce iktisap edilmiş ve henüz itfa edilmemiş kıymetlerin değeri %20 nispetinden fazla olmamak üzere, mükelleflerin serbestçe tespit ettikleri nispetler üzerinden yok edilmeye devam olunacaktır.</i>) Vergi yasaları bakımından mükelleflerin amortisman konu iktisadi kıymetleri üzerinden amortisman ayırmaları ihtiyaridir. Ancak herhangi bir yıl amortisman uygulamayanların o yıla ait amortismanı daha sonraki yıllarda ayırmaları ve gider yazmaları mümkün değildir. Bilanço usulünde defter tutmak koşulu ile mükellefler azalan bakiyeler usulü ile normal amortisman nispetlerinin iki katını dikkate alarak amortisman hesaplayabilirler. (VUK Mükerrer Madde 315). VUK hükümlerine göre sabit kıymet değer düşüklükleri, ilgili varlıktan işletmenin herhangi bir fayda sağlayamaması ve bu durumun <b>yasal olarak tespit edilmesine</b> bağlanmıştır. VUK Madde 317’de fevkalade amortisman ayrılabilmesi için gerekli durumlar belirtilmiştir. Arsa ve arsanın üzerinde bulunan bina, beraber alındıkları takdirde her iki varlık birden bina olarak itfa edilebilir. Boş arsa ve araziler amortisman tabi değildir. Uygulanmaya başlanan amortisman oranları müteakip dönemlerde değiştirilemez (VUK Madde 318/2 kapsamında yapılan değişiklikler hariç). Amortismanın herhangi bir yıl yapılmamasından veya ilk uygulanan orandan düşük bir oranla yapılmasından dolayı amortisman süresi uzatılmaz (VUK Madde 320). İktisadi ve teknik bakımdan bir bütün teşkil eden değerler için normal veya azalan bakiyeler amortisman usullerinden yalnız birisi uygulanabilir. Ayrıca, normal amortisman usulüne göre amortisman ayrılmasına başlandıktan sonra bu usulden dönülemezken, azalan bakiyeler usulüne göre amortisman ayrılmasına başlandıktan sonra normal amortisman usulüne geçilebilir (VUK Madde 320). Vergi Usul Kanunu’nun Mükerrer 298’inci maddesi 5024 sayılı Kanunla değiştirilmiş ve <b>yeniden değerlendirme vergi sisteminden çıkarılmıştır</b>. Amortisman yıllık ayrılır, kıst istisnaidir. Amortisman uygulamasına, amortisman konu olan iktisadi kıymetlerin aktive girdikleri yılda başlanılır. Amortisman genellikle yıllık olarak hesaplanır. Ancak faaliyetleri kısmen veya tamamen binek otomobillerinin kiralması</p>
--	---

<p>dönemler için düzeltilir.</p> <p>İşletmenin bakım ve tamir politikaları da varlığın faydalı ömrünü etkileyebilir. Politika değişikliği, faydalı ömür süresini uzatabileceği gibi kısaltabilir de (varlığın arta kalan değerini azaltabilir). Ancak, politika değişiklikleri amortisman ayrılmayacağı anlamına gelmemektedir. Maddi varlıklar için uygulanan itfa yönteminin her hesap dönemi sonunda yılda en az bir defa gözden geçirilmesi gerekmektedir.</p> <p>Varlıkların beklenen ekonomik yararlarının kullanılma biçiminde belirgin değişiklikler gözlemlendiği zaman, uygulanan yöntem kullanılma biçimini yansıtmak üzere değiştirilir. İtfa yönteminde böyle bir değişikliğe ihtiyaç duyulduğunda, muhasebe tahminlerindeki değişiklik olarak cari ve gelecek dönemlerin itfa tutarları düzeltilir. Mali tablolara ilk alınma sonrasındaki değerlendirilmedeki esas ilke, maddi varlığın, mali tablolarda maliyetinden birikmiş itfa payları ve birikmiş değer düşüklüğü kayıpları indirildikten sonraki değeri üzerinden gösterilmesidir.</p> <p>İzin verilen alternatif uygulama ise makul değeri baz alan yeniden değerlendirilmedir. Arazi ve binaların makul değeri genellikle piyasa değerleridir. Bu değer, bilirkişilerce belirlenir. Maddi varlıkların niteliğinden kaynaklanan nedenlerle veya satışının az olması nedeniyle, piyasa değerlerine ilişkin bilgiye ulaşamadığı takdirde, itfa edilmiş ikame maliyeti (net ikame maliyeti) ile değerlendirilir. Yeniden değerlemenin sıklığı, yeniden değerlendirilme konusu maddi varlığın makul değerindeki dalgalanmaya bağlıdır. Yeniden değerlendirilen varlığın makul değeri kayıtlı değerinden önemli ölçüde farklıysa, varlık tekrar yeniden değerlemeye tabi tutulur. Bazı maddi varlıkların makul değerinde önemli değişiklikler olabileceği için bunların yıllık olarak yeniden değerlendirilmesi gerekir. Makul değerinde önemli değişiklikler olmayanlar için ise, sık değerlendirilme yapılmasına gerek yoktur. Bunun yerine, her üç veya beş yılda bir yeniden değerlendirilme yeterli olacaktır. Kıst kuralıdır. İtfa işlemi kıst yöntemine göre yapılır. İlgili varlık iktisap edilip kullanıma alındığı andan itibaren faydalı ömrüne uygun olarak itfaya tabi tutulur. Maddi varlıkların elden çıkarılmasından kaynaklanan kar veya zarar, elden çıkarma neticesinde elde edilen net tutar ile kayıtlı değeri arasındaki fark olarak belirlenir. Bu</p>	<p>veya çeşitli şekillerde işletilmesi olanların bu amaçla iktisap ettikleri hariç olmak üzere, işletmelere ait binek otomobillerinin aktife girdiği hesap dönemi için amortisman kıst olarak hesaplanır (VUK Madde 320). VUK hükümlerine göre satılan iktisadi kıymetin yerine yenisinin alınması işin mahiyetine göre zorunlu bulunur veya ilgililerce bu yönde karar verilirse satıştan elde edilen kar, yenileme giderlerini karşılamak üzere, pasifte geçici bir hesapta azami üç yıl süre ile tutulabilir. Bu süre içinde kullanılmamış karlar üçüncü yılın vergi matrahına eklenir (VUK Madde 328). Tahakkuk eden borçlanma maliyetleri ve kur farklarının maliyete alınması zorunludur.</p> <p>Aktifleştirme döneminden sonra ise söz konusu maliyetlerin maliyet ya da gider yazılması ihtiyaridir. Maliyete eklenen bu borçlanma maliyetleri ve kur farkları ilgili sabit kıymetin kalan amortisman süresi içinde eşit olarak amortismanına tabi tutulmaktadır. Kurumların aktifleştirdikleri ilk tesis ve tavazzuh giderleri ile peştamallıklar mukayyet değerleri üzerinden eşit miktarda ve beş yıl içinde itfa olunur (VUK Madde 326).</p> <p>Şerefiye vb. gayrimaddi haklar için de diğer amortismanına tabi iktisadi kıymetler için geçerli hükümler uygulanır.</p>
---	---



	<p>tutarlar, ilgili varlığın elden çıkarıldığı dönemde kar zarar hesabına yansıtılır. Temel yönteme göre kur farkları ve faiz giderlerinden oluşan borçlanma maliyetleri katılan dönem içerisinde gider olarak mali tablolara alınır. Alternatif yönteme göre ise bir varlığın elde edilmesi veya inşası ile ilgili olarak ortaya çıkan doğrudan ilişkili borçlanma maliyetleri, yatırımın tamamlanmasına ve kullanılabilir duruma gelmesine ve varlığın elde edilmesine kadar özellikli varlıkların maliyetine dahil edilir. Özellikli varlıklar satılabilir duruma getirilmesi uzun bir süreyi gerektiren stoklar, üretim tesisleri, enerji santralleri, inşa edilmekte olan yeraltı ve yer üstü düzenleridir.</p> <p>Daha sonra ortaya çıkan borçlanma maliyetleri dönem gideri olarak kaydedilir. Ayrıca inşa edilen bu varlığın toplam maliyeti geri kazanılabilir değerini aşarsa aşan borçlanma maliyetleri de dönem gideri olarak kaydedilir. Enflasyon muhasebesinin uygulanması durumunda borçlanma maliyetlerinden sadece reel faiz giderinin aktifleştirilmesi söz konusu olabilir.</p> <p>Vergi mevzuatında makul değer kavramı tanımlanmamış ve bu nedenle toplam maliyetin geri kazanılabilir değerden fazla olduğu durumlarda herhangi bir düzeltme işlemi yapılmamaktadır. İlk tesis ve tavazuh giderleri oluştuğu dönemde gider olarak muhasebeleştirilirler.</p> <p>Şerefiye ve kanuni haklar gibi maddi olmayan duran varlıklar faydalı ömürleri boyunca amortismanına tabi tutulurlar. Kanuni hakların belirlenmiş bir süresi var ise amortisman süresinin, hakların yenilenmesinin söz konusu olduğu ve yenileneceğinin kesin olarak bilindiği haller dışında, bu belirlenmiş süreyi aşması mümkün değildir.</p>	
--	--	--

*Kaynak: TÜRKER, İpek, "Türkiye'de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (Ufrs) Paralelinde Yapılan Düzenlemelerin Finansal Tablo Kullanıcıları Üzerindeki Muhtemel Etkileri", Türmob Yayınları-407, İstanbul, 2011*

## SONUÇ

Günümüzde şirketler portföy yönetimi, finansal yönetim, stratejik planlama, birleşme ve satınalma, özelleştirme, halka arz, kredi alma, marka değerini belirleme, tasfiye ve amacı bakımından değerlendirme işlemini gerektiren diğer durumlar nedeniyle şirket değerini tespit etme ihtiyacı duymaktadırlar. Şirketlerin asıl amacının çalışmamın başında belirttiğim üzere değer maksimizasyonu olduğu düşünüldüğünde değerlendirme işlemini daha da önemli kılmaktadır. Şirket yöneticileri için başarılı finans politikalarının belirlenmesinde şirketin gerçek değeri büyük önem arz etmektedir. Bu doğrultuda hisse fiyatının tespitinde çeşitli değerlendirme yöntemleri kullanılarak gerçek değere ulaşılmaktadır. Sadece hisse senedi alıcısı ve satıcısı arasında oluşan bir kavram olmayan değerlendirme, şirketin tüm paydaşlarını etkileyen bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şirket değerinin belirlenmesi önceden beri tartışılan bir konu olmuş ve değer hesaplanmasında kullanılan farklı yöntem ve teknikler geliştirilmiştir. Yöntemler birbirleriyle benzerlik göstermesine karşın sonuçta farklı varsayımlara dayandığından farklı sonuçlar elde edilmektedir. Burada da değerlemenin hangi amaçla yapıldığı önem arz etmektedir.

Şirket yönetici ve ortaklarının alacakları kararlarda ve hedeflerine ulaşmada doğrudan etkili olan değer kavramı gerçeğe en yakın şekilde belirlenmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda, şirket değerlemesinde belirli şartlar için bazı yöntemlerin tek başına kullanılması uygun görünse de, çalışmamda da değinilen değerlendirme yöntemlerinin çoğu zaman bir arada kullanılması ve alınan sonuçların karşılaştırılması, daha doğru sonuçlar elde edilmesini sağlamaktadır. Her yöntemin kendine göre bazı güçlü yanları ve sınırlılıkları vardır. Ekonomik, sosyal, hukuki ve teknik açıdan objektif ve subjektif öğelerden oluşan şirketin değerlendirilmesi çok kapsamlı bir çalışmayı gerektirmektedir. Bu nedenle şirketin finansal tablolarında görünmemekle birlikte şirket değeri üzerinde etkisi olan birçok unsurun değerlendirme raporunda birlikte ve mümkün olduğunca detaylı bir şekilde ele alınması şirketin değerinin doğru tespit edilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Şirket değerlendirme sürecinin, subjektif yaklaşımlardan minimum seviyede etkilenmesi, daha verimli sonuçlar ortaya çıkarması ve değerlendirme çalışmalarının sağlıklı bir şekilde

yürütülebilmesi için şirket sahiplerinin, yöneticilerinin ve danışmanların katılımları büyük önem taşımaktadır. İki şirketin tüm özellikleri aynı olsa dahi, sadece yönetim kadrolarının farklı olması, işletmenin başarısını ve gelecekteki kazanma gücünü farklılaştırmaktadır.

Muhasebe bilgileri, tüm bilgi kullanıcılarının karar alma noktasında faydalanabilecekleri temel kriterlerden biridir. Bu bilgiler şirketle ilgili geçmiş ve cari döneme ilişkin değerlendirme imkânları sunarken, geleceğe ilişkin de planlama ve öngörü olanağı sağlar. Şirketlerin ortak dili olarak kabul edilen muhasebe, şirketten çıkar bekleyen herkesin ihtiyaç duyduğu bilgileri üretir ve raporlar.

Küreselleşme sonucu büyüyen ve uluslararası piyasalara açılarak faaliyette bulunan şirketlerde ortak dil olarak muhasebeden yararlanılmaktadır. Muhasebe bilimi açısından değerlendirme, şirket çalışmalarına, aktif ve pasiflerine parasal bir değer tayin edilmesi işlemidir. Şirketin sürekliliğini sağlayan unsurlardan olan değerlendirme fonksiyonlarından beklenen faydanın sağlanabilmesi için de seçilen değerlendirme ölçülerinin doğru olması gerekmektedir.

Muhasebe kaynakları ve finansal raporlamada önemini koruyan tarihi maliyetler, finansal bilgi kullanıcılarının beklentilerini karşılamada yeterli olmamaktadır. Bu doğrultuda Uluslararası muhasebe ve raporlama standartlarını hazırlayan kurumlar piyasa değeri yaklaşımını baz alarak gerçeğe uygun değer yöntemini esasını tarihi maliyetlere alternatif olarak sunmuşlardır. Standartların kullanılmaya başlanması ile şirket değerlemelerinde kullanılan defterdeki kayıtlı değerlerini düzeltme ihtiyacı azalmaktadır.

Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında gerçeğe uygun değer kavramının tanımı ***“tarafsız, danışıklı olmayan, ilişkili taraflar arasında olmayan ve objektif olan, bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen tutar”***

olarak ifade edilse de, tablolarda değerlendirilecek kalemin aktif bir piyasası olmadığına, gerçeğe uygun değer kavramı başka değerlendirme yöntemlerini de işaret edebilmektedir. Standartlarda gerçeğe uygun değer çerçevesinde, varlık ve yükümlülüklerin gerçeğe en uygun şekilde belirlenebilmesi için karma bir değerlendirme ölçüsü benimsenmiştir. Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında yer

verilen değerleme esasları; tarihi maliyet, cari maliyet, gerçekleşebilir değer ve bugünkü değer olmak üzere dört değerleme ölçütünde toplanabilir.

Bunun yanında UFRS/TFRS lerin kullanımı her ülkenin kendi standartlarına göre hazırlanmıŐ finansal raporlara dayanarak karar veren yatırımcıların, kredi verenlerin ve benzeri ilgili kişilerin karıŐıklık yaŐaması ve yanlış kararlar alma olasılıklarını ez aza indirmektedir. UFRS/TFRS çerçevesinde değerlemede uygulanacak ölçüm esaslarının seçilmesi de belirlenmektedir. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu ve Amerikan Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yayımlanan standartlara bakıldığında gerçeğe uygun değer yaklaşımının geçmişteki olaylar kadar, güncel ve gelecekteki olayları da göz önünde bulunduran bir yaklaşım olduğu görülmektedir.

Standartlardaki değinilen gerçeğe uygun değer tam rekabet piyasasında piyasa değerine eşit olmaktadır. Ancak tam rekabet koşullarının iŐlemedięi bir piyasada bu değerin tahmini ölçütlerle değerlenmeleri kaçınılmaz olmakta ve subjektif yargılara dayanmaktadır. Dolayısıyla eksik rekabetin bulunduğu bir sektörde gerçeğe uygun değer bir anlam ifade etmemektedir.

## KAYNAKÇA

AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet, ve COŞKUN, Metin, “**Finansal Yönetim**”, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010

BARKER, Richard, Determining Value: Valuation Models and Financial Statements, Cambridge, Person Education Editions, 2001

BIERMAN, Harold Jr. : Financial Accounting Theory, The Macmillan Company, New York, 1965

CHAMBERS, Nurgül, “**Firma Değerlemesi**”, Avcıol Basım Yayın, 2005

ÇELİK, Orhan, “**Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**”, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999

ÇELİK, Orhan, **XVIII. Türkiye Muhasebe Kongresi, Güçlü Ve Özgür Bir Ülke İçin Muhasebe Kültüründe Devrim**, Editör Dr. İpek Türker, 23 - 24 Eylül 2010 Ankara, Türmob Yayınları - 399 2011, S.42

DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation,, Security Analysis for Investment and Complex Business, FT Press

ELMAS, Bekir, “**Finansal Tablolar Analizi**”, Nobel Akademik Yayıncılık, 2015

GÜRBÜZ, A.Osman, ERGİNCAN, Yakup, “**Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**”, Literatür Yayınları, 2008

ÖZERHAN, Yıldız, YANIK, Serap, **Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları**, TÜRMOB Yayınları-407

ÖRTEN, Remzi, KAVAL, Hasan, KARAPINAR, Aydın, **Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları**, Gazi Kitabevi, Ankara, Nisan 2012, 6.Baskı

ÖZTÜRK, Hakkı “**Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar**”, Türkmen, İstanbul, 2009

SİPAHİ, Barış, YANIK, Serhat, Aytürk, Yusuf, “**Şirket Değerleme Yaklaşımları**”, Nobel, Ankara, 2011

TÜRKER, İpek, “**Türkiye’de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (Ufrs) Paralelinde Yapılan Düzenlemelerin Finansal Tablo Kullanıcıları Üzerindeki Muhtemel Etkileri**”, Türmob Yayınları-407, İstanbul, 2011

TÜRKER, Masum, "**Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu'nun Doğuşu ve İşlevleri**" I. Muhasebe Standartlar Sempozyumu Bildiriler Kitabı.İzmir SMMM Odası yayını, İzmir 1996

TÜRKER, Masum, Sürekli Ekonomik Gelişme: Muhasebe ve Denetimin Rolü, Halil Kocacık Armağan, ss. 233-239 Temel Eğitim ve Staj Merkezi Yayın No: 63, Ankara, 2005

YALÇIN, Hasan, “**Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama**”, İstanbul, Crowe Horwath, 2014

IASCF, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, “**Uluslararası Finansal Raporlama Standartları**” A Bölümü – B Bölümü, Haziran 2010, Londra

ARKAN, Ferhat “ **Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma**” T.C. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Konya, 2010

GÜLER, Hüseyin, “**Şirket Değerleme Yöntemleri Ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi**” T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası Ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2010

HATİPOĞLU, Mercan, “**Firma Değerlemesi Ve İmkb’de Enerji Sektöründe Uygulaması**” Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Çankırı, 2011

KARABAYIR, M. Emin, “**Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Muhasebe Kalitesi: İMKB Örneği**” Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ankara, 2012

KARAVARDAR, Alper, “**Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama**” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003

KEPEZ, Mehmet, “**İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine (İna) Göre Firma Değerinin Tespiti Ve İna Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım**” Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Doktora Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006

KÜÇÜKARABA, Mustafa, “**Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması**” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2012

ŞEN, Kıymetli, İlker, “**Üretim İşletmelerinde Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının (Tms/Tfrs) Maliyet Sistemlerine Etkileri Ve Bir Uygulama**” Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2010

AKGÜN, Ali İhsan, Türkiye Finansal Raporlama Standartlarında Şerefiye ve Gerçeğe Uygun Değer İlişkisi **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, 2011, s.39-61

AKTAŞ, Rafet, DERAN, Ali, “Fair Value Kaşılığı olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** 8/2, 2006

ALKAN, Gönül İpek, DEMİRELİ, Erhan, “Türkiye de kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** Cilt 9, Sayı: 2, 2007

BİLİR, Hakan, KULALI, İhsan, “ İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi” , **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** 2014

CHAMBERS, Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, **Marmara Üniversitesi, İİBF Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 26

DEMİR, Volkan, BAHADIR, Oğuzhan, “Ufrs (Tfrs)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**. 23, (Eylül 2007): 65-79

ERKUŞ, Hakan, AKCAN, Ahmet, “Finansal Kriz Gerçeğe Uygun Değer Ve Bir Araştırma” **Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (DÜSBED) ISSN : 1308-6219 Kasım 2013 YIL-5 S.10, s.226-241

HATİPOĞLU, Mercan, YENER, Erol, “Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Aralık 2013, 8(3), 7- 29

KIRLI, Mustafa, “Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi’ nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerlerin Belirlenmesi “**Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Yıl:2005 Cilt:12 Say: 2 Manisa

KÖSE, Yasemin, GÜRKAN, Serhan, “ Diğer Kapsamlı Gelir Kalemleri İle İşletmenin Piyasa Değeri Arasındaki İlişki”, **Business & Management Studies: An International Journal** Vol.:1 Issue:3 Year: 2013, s.269-280

PAMUKÇU, Fatma, Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi Ve Finansal Tablolara Etkisi, **Mali Çözüm Dergisi**, Ocak-Şubat 2011, s. 90

TERZİ, Serkan, ŞEN KIYMETLİ, İlker, BÜLBÜL, Filiz, “UFRS’ye Göre Cari Dönem Bilanço ve Gelir Tablosunun Hazırlanması” **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 90-2008 s.103-129

ÖZTÜRK, M. B. “**Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Etmenler Üzerine İMKB’de Ampirik bir Uygulama**”, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2007 İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, “Defter Değerinin Hesaplanması” Rapor 08/25-26-27-28 15 Temmuz 2008

TUYİD (Yatırımcı İlişkileri Derneği) “Şirket Değerleme Yöntemleri”, 13 Nisan 2012

Sermaye Piyasası Kurulundan: Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VII, No:45) Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.6 Şirket Değerlemesi

