

Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.6 Şirket Değerlemesi

1.0 Giriş

1.1 Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) bu Kılavuz Notu'nu, finansal tablolar ile şirket değerlemelerini kullananların yararı için uluslararası alandaki şirket değerlemelerinin tutarlılığını ve kalitesini arttırmak amacıyla uyarlamıştır.

1.2 Şirket değerlemeleri genelde Uluslararası Değerleme Standardı 1'in (UDES 1) hükümleri uygulanarak Pazar Değeri esaslı değerlendirme ile gerçekleştirilir. Diğer değerlendirme esaslarının kullanıldığı durumlarda ise UDES 2 hükümleri uygulanır, ancak bunların da doğru bir şekilde açıklanması gerekir.

1.3 Genelde şirket değerlendirme çalışmalarında uygulanan teori, kavramlar ve süreçler temel olarak diğer değerlendirme tiplerine uygulananlarla aynıdır. Bazı terimlerin ise farklı anlamları veya kullanım şekilleri olabilir. Bu farklılıklar, kullanıldıkları yerlerde açıklanması gereken önemli hususlar haline gelmektedir. Bu Kılavuz Notu, iş değerlemelerinde kullanılan önemli tanımları belirtmektedir.

1.4 Değerleme Uzmanları ile değerlendirme hizmetlerinden yararlananların bir şirket veya özel kullanım amaçlı ticari mülk değeri, bu şirketin sahip olduğu varlıkların değerlendirilmesi ile taşınmaz varlık mülkiyet haklarının değer-

lemesinde karşılaşılan şirket veya faaliyetini sürdüren bir işletmenin çeşitli olası uygulamaları arasındaki farklara dikkat etmeleri gerekir. İkincisine örnek olarak ticari potansiyeli olan mülklerin değerlendirilmesi (Bkz. Mülk Türleri, paragraf 4.3.2) gösterilebilir.

2.0 Kapsam

2.1 Bu Kılavuz Notu, Şirket Değerlemelerinin hazırlanması veya kullanılması aşamasında yardımcı olmak amacıyla sunulmuştur.

2.2 Uluslararası Değerleme Standartları için sunulan diğer Uygulamalar ve Kılavuz Notlarıyla ortak olarak bu Kılavuz Notu'nda da sunulan hususlara ilaveten bu Kılavuz Notu, Şirket Değerleme sürecinin ayrıntılı bir açıklamasını da içermektedir. Bu Kılavuz Notu, şirket değerlemesine nelerin dahil olduğunu belirlemek ve diğer değerlendirme tipleriyle bir karşılaştırma esasını oluşturmak amacıyla hazırlanmıştır. Ancak burada belirtilen hususlar ne bu Kılavuz Notu'nda ne de UDES'te bir başka yerde belirtilenler haricinde zorunlu veya sınırlayıcı olarak görülmemelidir.

2.3 Temel Değerleme İlkeleri, Uluslararası Değerleme Standartları ve Kılavuz Notları şirket değerlemelerine de uygulanabilir olduğundan bu Kılavuz Notu, UDES'in tüm diğer ilgili uygulanabilir bölümlerinin bir parçası olarak anlaşılmalıdır.

3.0 Tanımlar

3.1 **Düzeltilmiş Defter Değeri.** Bir veya daha fazla sayı-

da aktif veya pasif tutarının bildirilen defter tutarlarına ilave edilmesi veya bu tutarlardan silinmesi veya değiştirilmesi durumunda ortaya çıkan defter değeridir.

3.2 Aktif Esaslı Yaklaşım. Münferit şirket aktifleri eksi pasiflerin Pazar Değeri'ni esas alan yaklaşımlar kullanarak şirket ve/veya sermaye ortaklığının değerini takdir etmenin bir yoludur.

3.3. Defter Değeri.

3.3.1 Varlıklarla ilgili olarak, bir varlığın aktifleştirilmiş değerinden şirketin muhasebe defterlerinde görüldüğü şekliyle birikmiş amortismanının, tükenme payının ve itfasının çıkarılmasının ardından kalan değerdir.

3.3.2 Bir şirket/kurum ile ilgili olarak bir şirketin bilançosunda görülen toplam aktifleriyle (amortisman, tükenme payı ve itfa çıktıktan sonraki net tutar) toplam pasifleri arasındaki farktır. Defter Değeri, bu durumda net defter değeri, net kıymet ve hissedarların özsermayesi ile aynı anlama gelir.

3.4 Şirket Değerleme Uzmanı. Öğrenimi, eğitimi ve deneyimi itibariyle bir şirketin, şirket mülkiyet hakları, menkul kıymet ve/veya maddi olmayan varlıkların değerlemesini yapmaya yetkin olan şahıstır.

3.5 İşletme. Bir ekonomik faaliyet sürdürmekte olan ticaret, sanayi, hizmet veya yatırım kurumudur.

3.6 Şirket Değerlemesi. Bir şirketin veya işletmenin veya bu şirket veya işletmedeki bir hakkın değerini takdir veya değere dair bir görüşe ulaşma eylemi veya sürecidir.

3.7 İndirgeme.

3.7.1 Belirli bir süre içindeki gerçek veya tahmin edilen net gelir veya bir dizi tahsilatların belirli bir tarihte sermaye değerine dönüştürülmesi.

3.8 İndirgeme Faktörü. Geliri, değere dönüştürme amacıyla kullanılan bir çarpan.

3.9 İndirgeme Oranı. Geliri, değere dönüştürmek için kullanılan bir bölen (genelde bir yüzde ile ifade edilir).

3.10 Sermaye Yapısı. Yatırılmış sermayenin bileşimi.

3.11 Nakit Akışı.

3.11.1 Brüt Nakit Akışı. Vergilerden sonra net gelir, artı amortisman ve itfa gibi nakit olmayan kalemler.

3.11.2 Net Nakit Akışı: Bir faaliyet dönemi sırasında şirketin tüm nakit ihtiyaçları karşılandıktan sonra geri kalan nakit tutarı. Net Nakit Akışı esas olarak özsermaye veya yatırılmış sermaye için mevcut olan nakit demektir.

3.11.3 Özsermaye Net Nakit Akışı. Vergilerden sonraki net gelir, artı amortisman ve diğer nakit olmayan giderler, eksi işletme sermayesindeki artışlar, eksi sermaye harcamaları, eksi yatırılmış sermaye ana borcunda azalmalar, artı yatırılmış sermaye ana borcunda artışlar.

3.11.4 Yatırılmış Sermaye Net Nakit Akışı. Özsermaye net nakit akışı, artı vergi ayarlamaları yapılmış faiz ödemeleri, eksi ana borçta net artışlar.

3.12 Kontrol. Bir şirketin yönetimi ve politikalarını yönlendirme gücü.

3.13 Kontrol Primi. Azınlık haklarına karşıt olarak kon-

trol hakkında var olan ve kontrol gücünü yansıtan ilave değerdir.

3.14 Kontrol Eksikliği İndirimi. Kontrol gücünün tamamının veya bir kısmının eksikliğini yansıtacak şekilde bir şirketteki %100 sermaye hakkının payı oranında yapılan kesinti miktarı veya yüzdesidir.

3.15 İskonto Oranı. Gelecekte ödenecek veya alınacak bir parasal tutarı bugünkü değerine dönüştürmek için kullanılan getiri oranı.

3.16 Ekonomik Ömür. Bir mülkün karlı bir şekilde kullanılabileceği süredir.

3.17 Yürürlük Tarihi. Değerleme Uzmanının değere ilişkin görüşünün uygulamaya geçiş tarihidir (ayrıca Değerleme Tarihi ve/veya Geçerlilik Tarihi olarak da bilinir).

3.18 Girişim. Bkz. İşletme.

3.19 İşletmenin Sürekliliği.

3.19.1 Faaliyetlerini sürdürmekte olan bir işletme.

3.19.2 Değerleme Uzmanları ile muhasebecilerin bir şirketi sonu belirsiz bir süre boyunca faaliyetlerini sürdürmek için tesis edilmiş bir işletme olarak varsaydıkları bir değerlendirme kavramıdır. İşletmenin sürekliliği varsayımı, tasfiye edilme varsayımına bir alternatiftir. İşletmenin sürekliliği varsayımını benimsemek, şirketin tasfiye değerinin üzerinde değerlemesine imkan tanımaktadır ve bu da şirket için Pazar Değeri'nin geliştirilmesi açısından gereklidir.

3.19.3 İşletme normal olarak, faaliyetlerini sürdüren, ya-

ni yakın gelecekte faaliyetlerine devam edecek olan bir tüzel kişilik olarak görülmektedir. İşletmenin tasfiye olma, ya da faaliyetlerinin kapsamını maddi olarak azaltma niyeti veya gereği içerisinde olmadığı varsayılar. (UMS 1, 23-24, Çerçeve, 24)

3.20 Faal işletme değeri.

3.20.1 Faaliyetlerini sürdüren işletme veya bu şirketteki bir hakkın değeridir.

3.20.2 Eğitimli bir işgücüne, çalışmakta olan bir tesise, yürürlükte olan gerekli ruhsatlara, sistemlere ve prosedürlere sahip olunması gibi etkenlerden kaynaklanan faal bir işletmenin değerinin maddi olmayan unsurlarıdır.

3.21 Şerefiye.

3.21.1 Teker teker tanımlanması ve ayrı ayrı tanıma olanağı olmayan varlıklardan doğan gelecekteki ekonomik fayda. (UFRS 3, Ek A).

3.21.2 **Kişisel şerefiye.** Özel kullanım amaçlı ticari mülklerin satılmasıyla, özellikle şirketin mevcut işletmecisini ilgilendirecek vergi, amortisman politikası, borç alma maliyetleri ve şirkete yatırılan sermaye gibi diğer finansal faktörler ile birlikte tükenebilecek olan piyasa beklentilerinin üstündeki karın değeri.

3.21.3 **Devredilebilir şerefiye.** Ekonomik fayda sağlayan mülke has isim ve itibar, müşteri bağlılığı, konum, ürünler ve benzeri faktörler sonucu ortaya çıkan maddi olmayan varlık. Özel kullanım amaçlı ticari mülke bağlı bir niteliktir, satıldığında yeni sahibine devrolur.

3.22 **Holding Şirketi.** Varlıklarının getirisini alan bir şirket.

3.23 **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerinin takdirinde bir değer göstergesi elde etmek için beklenen gelirlerin sermaye değerine dönüştürülmesi yolunun takip edildiği bir veya birden fazla yöntemden oluşan genel bir yaklaşımdır.

3.24 **Yatırılmış Sermaye.** Bir şirketteki uzun vadeli borç ve özsermaye toplamı.

3.25 **Çoğunluk Hissesi.** Bir şirketteki oy kullanma hakkının %50'sinden fazlasına sahip olma durumu.

3.26 **Çoğunluk Kontrolü.** Çoğunluk konumuna sahip olma durumunda kontrol derecesi.

3.27 **Pazar Yaklaşımı.** Bir şirketin, şirket mülkiyet hakkının veya menkul kıymetin değerinin takdirinde benzer nitelikteki satılmış şirketleri, şirket mülkiyeti haklarını veya menkul kıymetleri karşılaştırma şeklindeki bir veya birden fazla yöntemi kullanan genel bir yöntemdir.

3.28 **Pazar Değeri.** Bkz. IVS 1, paragraf 3.1.

3.29 **Pazarlanabilirlik İskontosu.** Pazarlanabilirliğin eksikliğini yansıtmak amacıyla bir özsermaye hakkından çıkarılan tutar veya yüzde.

3.30 **Azınlık hakkı.** Bir şirketteki oy kullanma hakkının %50'sinden azına sahip olma durumu.

3.31 **Azınlık İskontosu.** Bir azınlık hakkına kontrol eksikliği için uygulanan bir indirim.

3.32 **Net Varlıklar.** Toplam varlıklardan toplam borçların çıkartılmasıyla geri kalan tutar.

3.33 **Net Gelir.** Gelirden vergiler dahil olmak üzere masrafların çıkarılmasıyla kalan tutar.

3.34 **Faal İşletme.** Bir ürün veya hizmeti imal ederek, satarak veya ticaretini yaparak ekonomik bir faaliyeti gerçekleştirmekte olan bir şirket.

3.35 **Getiri Oranı.** Bir yatırımda gerçekleşen veya beklenen ve bu yatırımın yüzdesi olarak ifade edilen gelir (zarar) ve/veya değer değişikliği tutarı.

3.36 **Yerine Koyma Maliyeti Yeni.** Değerlemesi yapılan varlığa en yakın eşdeğer faydayı sağlayan benzer bir varlığın mevcut maliyeti.

3.37 **Rapor Tarihi.** Değerleme Raporu'nun tarihidir. Değerleme tarihinin aynısı olabileceği gibi farklı bir tarih de olabilir.

3.38 **Aynısını Yeniden Üretme Maliyeti Yeni.** Eş niteliklere sahip yeni bir varlığın mevcut maliyeti.

3.39 **Değerleme Yaklaşımı.** Genelde, bir veya birden fazla belli değerlendirme yaklaşımlarını içeren, değerleri takdir etmenin bir yolu. (Bkz. Pazar Yaklaşımı, Gelir İndirgeme Yaklaşımı ve Varlık Esaslı Yaklaşım tanımları).

3.40 **Değerleme Yöntemi.** Değerleme yaklaşımları çerçevesinde, değeri takdir etmenin belirli bir yoludur.

3.41 **Değerleme Prosedürü.** Bir Değerleme yönteminin adımlarını gerçekleştirme şekli, eylemi ve tekniğidir.

3.42 **Değerleme Oranı.** Bir değer veya fiyatın, pay ola-

rak işlev gördüğü ve finansal, işletim veya fiziksel verilerin de payda olarak işlev gördüğü bir faktör.

3.43 İşletme Sermayesi. Dönen varlıkların cari borçları aşan tutarı.

4.0 Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

4.1 Şirket değerlemeleri, genellikle finansal tabloların oluşturulmasına veya yeniden ilan edilmesine yardımcı olmak amacıyla muhtelif varlıkların doğru bir şekilde konumlandırılmalarını sağlamaya yönelik olarak kullanılmaktadır. Bu çerçevede, Şirket Değerleme Uzmanları, değişmekte olan fiyatların etkisini yansıtacağı düşüncesiyle Muhasebe Standartları'na uygun hareket etmek amacıyla bir şirketin bilançosunun tüm bileşenlerinin Pazar Değeri'ni çalışmalarına yansıtırlar.

4.2 Bazı durumlarda şirket değerlemeleri, belli duran varlıkların değer kayıplarının kapsamının tespit edilmesinde bir esas olarak kullanılabilir. Bu uygulamada, şirket değerlemesi kendiliğinden değerlemenin asıl nedeni olabileceği gibi tam tersi de olabilir, ancak bir Şirket Değerleme Uzmanının hizmetleri ile örneğin bir Gayrimenkul Değerleme Uzmanının hizmetlerinin kombinasyonu, bir finansal tabloya dahil edilecek olan varlıkların Pazar Değeri'ni düzgün bir şekilde tanımlamak ve yansıtmak için gereklidir.

4.3 Şirket değerlemeleri ve Muhasebe Standartları arasındaki bağlantı ile ilgili olarak mevcut olan diğer unsurlar, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1'de (UDU 1) belirtilen hususlarla aynıdır.

5.0 Kılavuz

5.1 Şirket değerlemeleri, finansal raporlama, edinimler ve elden çıkarmalar, sigorta ve vergilendirme gibi birçok farklı kullanım amacı için gerekli olabilir.

5.1.1 Değerlemenin amacının bir Pazar Değeri takdirini zorunlu kılması durumunda Değerleme Uzmanı, UDES 1'deki ilgili hükümleriyle tutarlı olması kaydıyla ilgili tanımları, süreçleri ve metodolojileri uygulayacaktır.

5.1.2 Bir Değerleme çalışması, Pazar Değeri dışında bir değer esasının kullanılmasını gerektirirse, Değerleme Uzmanı kullanılan değer tipini açık bir şekilde belirtecek ve tanımlayacak ve ayrıca, Pazar Değeri takdirinden ayırt etmek amacıyla gerekli tüm adımları atacaktır.

5.2 Eğer Değerleme Uzmanı, bir değerlendirme çalışmasının bazı bölümlerinin herhangi bir UDES hükmünden veya bu Kılavuz Notunun herhangi bir hükmünden farklılık göstermesi gerektiğine ve bu farklılığın da uygun olacağına inanıyorsa, bu farklılık açıklanmalı ve bu farklılığın kullanılmasını gerektiren sebepler de Değerleme Uzmanı tarafından düzenlenen tüm değerlendirme raporlarında (sözlü veya yazılı) açık bir şekilde belirtilmelidir. Değerleme raporlarının şartları, UDES Davranış Kuralları'nda ve UDES 3, Değerlemenin Raporlanması'nda belirtilmiştir.

5.3 Kullanılan tüm veri kaynaklarının güvenilir ve değerlendirme çalışması açısından uygun olmasını sağlamak amacıyla Değerleme Uzmanı tarafından gerekli adımlar atılacaktır. Birçok durumda, ikincil veya üçüncül öneme

sahip veri kaynaklarının eksiksiz bir şekilde doğrulanması, Değerleme Uzmanının hizmet kapsamı dışında kalacaktır. Bu nedenle de Değerleme Uzmanı bu veri kaynaklarının değerlendirme pazarı ve değerlendirme yerinde olağan şekilde doğru ve makul olduklarını teyit etmelidir.

5.4 Şirket Değerleme Uzmanlarının sık sık diğer Değerleme Uzmanlarının ve/veya diğer profesyonellerin hizmetlerinden faydalanması gerekir. Buna sıkça rastlanan bir örnek olarak bir şirketin sahibi olduğu gayrimenkul bileşenlerini değerlemek amacıyla bir Gayrimenkul Değerleme Uzmanına ihtiyaç duyulması gösterilebilir. Diğer uzmanların hizmetlerinin kullanıldığı durumlarda Şirket Değerleme Uzmanı;

5.4.1 bu hizmetlerin yetkin bir şekilde gerçekleştirildiğini ve sonuçların da makul ve güvenilir olduğunu temin etmek amacıyla makul ölçüler çerçevesinde gerekli olabilecek tüm doğrulama eylemlerine başvuracaktır, veya

5.4.2 bu tür doğrulama eylemlerinden hiçbirine başvurmadığını açıklayacaktır.

5.5 Şirket Değerleme Uzmanları, sıklıkla bir müşteriden veya müşteri temsilcisinden almış olduğu bilgilere güvenerek hareket eder. Bu tür bilgilere dayanılarak gerçekleştirilen işlemlerdeki veri kaynakları, Değerleme Uzmanı tarafından sözlü veya yazılı raporlarda belirtilmeli ve veriler de mümkün olduğunca makul bir çerçevede doğrulanmalıdır.

5.6 Her ne kadar şirket değerlendirme ilkeleri, yöntemleri ve tekniklerinin birçoğu diğer değerlendirme alanlarında kulla-

nılanlarla benzer olsa da şirket değerlemeleri için özel bir öğrenim, eğitim, beceri ve deneyim gerekir.

5.7 İşletmenin sürekliliği varsayımının, muhasebe ve değerlendirme alanlarında birkaç anlamı vardır. Belli durumlarda işletmenin sürekliliği varsayımı, Değerleme Uzmanları ile muhasebeciler açısından sonsuza dek faaliyetlerine devam edecek şekilde kurulmuş olan bir işletme olarak anlamlandırılır.

5.7.1 İşletmenin sürekliliği varsayımı, tasfiye edilme varsayımına bir alternatiftir. İşletmenin sürekliliği varsayımı sayesinde şirketin tasfiye değerinin üzerinde bir değer sahibi olması sağlanabilir ve bu da şirketin *Pazar Değeri*'nin gelişimi açısından önemlidir.

5.7.1.1 Tasfiyelerde, çoğu maddi olmayan varlıkların değeri (örn. şerefiye) sıfıra doğru bir eğilim gösterir ve maddi varlıkların değeri de tasfiye durumunu yansıtır. Tasfiye ile ilişkili masraflar da (satış ücreti, komisyonlar, vergiler, diğer kapatma maliyetleri, kapanış sırasındaki idari maliyetler ve stok değer kaybı) ayrıca hesaplanıp tahmini şirket değerinden çıkarılır.

5.8 Mevcut piyasa faaliyetlerinden haberdar olma ve ekonomik gelişmeler ile genel eğilimler hakkında bilgi sahibi olma, sağlıklı şirket değerlemeleri için önemlidir. Bir şirketin *Pazar Değeri*'nin takdir edilebilmesi için Değerleme Uzmanlarının bu sınırlamaların etkilerini de değerlemelerinde ve değerlendirme raporlarında belirtmesi ve hesaba katması gerekir.

5.9 Bir şirket değerlemesi faaliyetinin tarifinde aşağıdaki unsurlar yer almalıdır:

5.9.1 Değerlemesi yapılacak şirketin, şirket mülkiyet hakkının veya menkul kıymetin tanımlanması;

5.9.2 Değerlemenin yürürlük tarihi;

5.9.3 Değer tanımı;

5.9.4 Hak sahibi;

5.9.5 Değerlemenin amacı ve kullanımı;

5.10 Değerleme Uzmanı tarafından bir şirketin değerlemesi sırasında göz önünde bulundurulması gereken faktörler şunlardır:

5.10.1 Şirket, adi ortaklık veya şahıs işletmesi şeklinde elde tutulup tutulmadığına bağlı olarak mülkiyet hakkıyla bağlantılı haklar, imtiyazlar veya şartlar

5.10.1.1 Mülkiyet hakları, muhtelif yasal belgelerde belirtilmiştir. Bazı ülkelerde, bu belgeler kuruluş sözleşmesi ve/veya şirketin ana sözleşmesi, tüzükler, ortaklık anlaşmaları ve hissedar anlaşmalarında sermaye maddesi olarak nitelendirilmektedir.

5.10.1.2 Mülkiyet haklarına kim sahip olursa olsun, bu haklar, şirketin ilgili belgeleri ile sınırlıdır. Bir hak sahibinin yaptığı anlaşmada veya yazışmalarda muhtelif haklar ve şartlar yer alabilir ve bu haklar da bu hakkın yeni sahibine devredilebilir veya devredilemeyebilir.

5.10.1.3 Bu belgeler, hakkın devrine ilişkin sınırlamalar içerebileceği gibi hakkın devredilmesi halinde uygulanacak değerlendirme esasına ilişkin hükümler de içerebilir. Ör-

neğin, bu belgeler devredilecek olan hakkın, devredilecek olan bu hak bir azınlık hakkını temsil ediyor olsa bile ihraç edilmiş hisse sermayesinin tamamının değerinin belli bir oranının değerlendirilmesini şart koyabilir. Her durumda, değerlemeye konu olan hak üzerindeki menfaatler ve diğer hak sınıflarıyla ilişkili menfaatler, değerlemenin başlangıcında göz önünde bulundurulmalıdır.

5.10.2 Şirketin özelliği ve Şirketin geçmişi. Değer, gelecekte sahip olunacak mülkiyetten elde edilecek kazançlarda yattığından, şirketin gelecekteki beklentilerine rehberlik etmesi açısından geçmiş dönem bilgileri değerlidir.

5.10.3 Siyasi görünüm ve hükümet politikaları da dahil olmak üzere değerlendirme konusu şirketi etkileyebilecek ekonomik görünüm. Döviz kurları, enflasyon ve faiz oranları gibi faktörler, ekonominin farklı sektörlerinde faaliyetlerini sürdürmekte olan şirketleri değişik şekillerde etkileyebilirler.

5.10.4 Değerleme konusu şirketi etkileyebilecek nitelikte olan belirli bir sektörün görünümü ve içinde bulunduğu durum.

5.10.5 Şirketin aktifleri, pasifleri ve özsermayesi ile finansal durumu.

5.10.6 Şirketin gelirleri ve temettü ödeyebilme kapasitesi.

5.10.7 Şirketin maddi olmayan varlıklara sahip olup olmaması,

5.10.7.1 Maddi olmayan değer, patentler, ticari markalar, telif hakları, markalar, know-how, veri tabanları vb. nitelikteki tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların bünyesinde yer alabilir.

5.10.7.2 Maddi olmayan değer ayrıca genelde “şerefiye” olarak nitelendirilen ayrıştırılamayacak konumdaki varlıklarda da olabilir. Şerefiye değeri, bu bağlamda muhasebe uygulamalarında mevcut bulunan şerefiye ile benzer bir anlama sahiptir, çünkü her ikisinde de (muhasebedeki tarihi maliyet) kalıntı değer hesaba katılmaktadır.

5.10.7.3 Eğer şirketin maddi olmayan varlıkları varsa Değerleme Uzmanı, bu tanımlanabilir nitelikteki maddi olmayan varlıkları ayrı bir şekilde değerlendirilmiş olsun ya da olmasın, maddi olmayan varlıklar değerinin tamamen yansıtılmasını sağlamalıdır.

5.10.8 Değerleme konusu şirketin mülkiyet haklarında daha önce gerçekleştirilmiş işlemler.

5.10.9 Değerlendirilecek mülkiyet hakkının göreceli büyüklüğü

5.10.9.1 Mülkiyet haklarının boyutundaki farklılıklardan kaynaklanan farklı kontrol seviyeleri veya kontrolsüzlük durumları mevcuttur. Bazı durumlarda etkin kontrol, oy kullanma hakkının %50'sinden azına sahip olursa bile temin edilebilmektedir. Eğer bir kişi, oy kullanma haklarının %50'sinden fazlasına sahipse ve işletmenin de kontrolü bu kişinin elindeyse, şirketin tasfiyesi için (yani, şirket sona erdirilmeden önce her şeyin belli bir düzene sokulması için) %50'den fazla oya gerek duyulmasını ve

tüm sahiplerin onay verdiği bir oylamanın yapılmasını zorunlu kılacak muhtelif sınırlayıcı işlemler olabilir.

5.10.9.2 Değerleme Uzmanının, şirketin bulunduğu ülkenin yasalarından kaynaklanan yasal sınırlamalar ve durumlardan haberdar olması önemlidir.

5.10.10 Diğer piyasa verileri, örneğin alternatif yatırımların getiri oranları, kontrol avantajları, likidite eksikliğinin dezavantajları, vb.

5.10.11 Halka açık olan hisselerin veya ortaklık haklarının piyasa fiyatları, şirket haklarının edinimi için ödenen bedeller ya da aynı veya benzer faaliyet alanlarında faaliyetlerini sürdüren işletmeler.

5.10.11.1 Genelde, özellikle de alım işlemlerinde, yeterli bilginin temini güç hatta imkansızdır. Her ne kadar fiili işlem fiyatı biliniyor olsa da Değerleme Uzmanı, satıcı tarafından hangi garantilerin ve tazminatların verildiğini, karşılıklı hangi şartların koşulduğunu, alım öncesinde şirketten nakit çıkışı olup olmadığını veya başka bir varlığın alınıp alınmadığını veya işlem üzerindeki vergilendirme etkisinin ne olduğunu bilemeyebilir.

5.10.11.2 Karşılaştırılabilir nitelikteki veriler her zaman dikkatli bir şekilde kullanılmalıdır ve zorunlu olarak da çeşitli ayarlamaların yapılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Halka açık piyasalarda gerçekleşen işlemleri yansıtan piyasa fiyatları kullanılırken, Değerleme Uzmanı bu piyasa fiyatlarının, küçük yatırımcıların elindeki varlıkların konu olduğu işlemlerin oluşturduğu fiyatları yansıttığını unutmamalıdır. Bir şirketin tamamının edinimi için öde-

nen bedel, şirketin %100'ünü temsil etmektedir. Farklı kontrol seviyelerinden kaynaklanan farklılıklar için ayarlamalar yapılması gerekir.

5.10.12 Değerleme Uzmanının ilgili olacağına inandığı diğer her tür bilgi.

5.11 Finansal tabloların kullanılması

5.11.1 Finansal analiz ve ayarlamaların üç hedefi vardır:

5.11.1.1 Şirketin operasyonlarında var olan riski ve gelecekteki performans olasılıklarını değerlemek amacıyla zamanla oluşan eğilimler de dahil olmak üzere gelir tablosu ve bilançoda mevcut olan ilişkileri anlama

5.11.1.2 Risk ve değer parametrelerini belirlemek amacıyla benzer şirketlerle yapılan karşılaştırma

5.11.1.3 Şirketin ekonomik özelliklerini ve beklentilerini tahmin etmek için geçmişteki finansal tabloların düzeltilmesi

5.12 Bir şirketin sahip olduğu belli bir hakkın ekonomik özelliklerini ve bu şirket hakkındaki riski anlamaya yardımcı olması açısından finansal tablolar, 1) para, 2) yüzde (gelir tablosundaki kalemlerin satışlara oranı ve bilançodaki kalemlerin toplam aktiflere oranı) ve 3) finansal oranlar açısından analiz edilmelidir.

5.12.1 Finansal tablolarda belirtildiği şekilde parasal değer açısından analiz, belirli bir zaman zarfında bir şirket hakkındaki gelir ve gider hesapları arasındaki trendleri ve ilişkileri tespit etmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu trendler ve ilişkiler, şirketin gelir akışını sağlamasını te-

min etmek amacıyla gerekli olan sermaye ile birlikte gelecekteki tahmini gelir akışını değerlemek için kullanılır.

5.12.2 Yüzde açısından analiz, gelir tablosundaki hesapları toplam gelirler ile bilançodaki hesapları da toplam aktifler ile karşılaştırmaktır. Yüzde analizi, ilişkilerdeki, yani değerlemesi yapılan şirketin zaman içindeki gelir ve gider kalemleri arasındaki veya bilanço tutarları arasındaki ilişkilerdeki eğilimleri ve benzer şirketlerdeki eğilimleri karşılaştırmak için kullanılır.

5.12.3 Finansal oranlar açısından analiz, değerlendirme konusunu oluşturan şirketin göreceli riskini benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırmak amacıyla kullanılır.

5.13 Bir şirketin *Pazar Değeri* tahmini için hem gelir akışının hem de bilançosunun ekonomik gerçekliğine daha yakın bir tespitte bulunmak amacıyla şirketin finansal kayıtları üzerinde ortak düzeltmeler yapılır.

5.13.1 Finansal tablo düzeltmeleri, değerlendirme süreciyle ilgili olan ve bu değerlendirme süreci için önemli olan raporlanmış finansal bilgiler üzerinde yapılmalıdır. Düzeltmeler, aşağıdaki nedenlerden dolayı uygun olabilir:

5.13.1.1 Sürdürülen faaliyetlerin geleceğine ilişkin beklentileri doğru yansıtmaya yönelik olarak gelir-gider dengesini düzeltmek

5.13.1.2 Değerleme konusu şirketin finansal verilerini yansıtmak ve tutarlı bir şekilde karşılaştırılmasına yönelik yardımcı olmak

5.13.1.3 Raporlanan değerleri *Pazar Değerleri* olarak düzeltmek

5.13.1.4 Faaliyet dışı aktifler ve yükümlülükler ile diğer ilgili gelir ve giderler için düzeltme yapmak

5.13.1.5 Ekonomi dışı gelir ve giderler için düzeltme yapmak

5.13.2 Bir düzeltmenin uygun olup olmadığı, değerlendirilmesi yapılan mülkiyet hakkının sahibinin kontrol derecesine bağlı olabilir. Bir mülkiyet hakkının %100'üne sahip olma da dahil olmak üzere kontrol gücü bulunan haklar için yapılan birçok düzeltme, bu hakkın sahibi anılan düzeltmeleri yapabilecek gücü elinde tutuyorsa uygun olabilmektedir. Sahiplerinin birçok unsuru değiştirebilme yetkisinin olmadığı azınlık haklarının değerlemesinde ise Değerleme Uzmanı, potansiyel düzeltmeleri göz önünde bulundururken gerçeği yansıtmak için dikkatli davranmalıdır. Sıkça karşılaşılan düzeltmeler şunlardır:

5.13.2.1 Tekrarlanmayan olayların gelir tablosu üzerindeki etkisi ile, eğer varsa bilanço üzerindeki etkisinin giderilmesi. Bu olaylar muhtemelen tekrarlanmayacağından hakkı satın alan kişi de muhtemelen bu olaylara maruz kalmayacaktır ve bu olaylar da gelir akışında yer almayacaktır. Vergilerde de düzeltme yapılması gerekebilir. Bu tür düzeltmelerin genelde hem çoğunluk hem de azınlık haklarının değerlendirilmesinde kullanılması uygundur. Tekrarlanmayan olaylara örnek olarak:

5.13.2.1.1 Grevler, eğer olağan dışıysa

5.13.2.1.2 Yeni tesisin çalıştırılmaya başlanması

5.13.2.1.3 Sel, hortum, vb. meteorolojik olaylar gösterilebilir.

5.13.2.2 Tekrarlanmayan kalemlerin oluşumu son yıllarda artış gösteriyorsa ancak her yıl, farklı olayların bir sonucu olarak ortaya çıkıyorlarsa Değerleme Uzmanı, tekrarlanmayan olaylar için düzeltme yaparken çok dikkatli olmalıdır. Birçok şirketin her yıl tekrarlanmayan olayları olmaktadır ve Değerleme Uzmanı, bu gibi masraflar için şarta bağlı hükümler belirlemelidir.

5.13.2.3 Kontrolü elinde bulunduran bir hissedarın hakkının değerlendirilmesinde faaliyet dışı kalemlerin etkisinin bilanço ve gelir tablosundan kaldırılması. Azınlık konusundaki hissedarın hakkı değerlendirilirken bu düzeltmeler uygun olmayabilir. Eğer faaliyet dışı kalemler, bilançoda yer almaktaysa bu kalemler bilançodan çıkartılmalı ve faaliyetlerini sürdürmekte olan şirketten ayrı olarak değerlendirilmelidir. Faaliyet dışı kalemler, Pazar Değeri üzerinden değerlendirilmelidir. Vergi düzeltmelerine de gerek duyulabilir. Satış maliyetleri de ayrıca hesaba katılmalıdır. Gelir tablosunda yapılan düzeltmeler, vergi etkileri de dahil olmak üzere faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanan gelir ve giderlerin çıkartılması da dahil olmalıdır. Faaliyet dışı kalemlere ve bunlarla ilgili düzeltmelere örnek olarak aşağıdaki düzeltmeler gösterilebilir.

5.13.2.3.1 İhtiyaç fazlası personel. Ücret giderleri ve ücretlere ilişkin vergilerin çıkarılması ve gelir vergilerinin düzeltilmesi. Değerleme Uzmanı, erişilebilir bir kar rakamına erişmeye çalışırken ihtiyaç fazlası personel vb.

düzeltilmeler yaparken dikkatli davranmalıdır. Değerleme Uzmanı, şirketi satın alan kişinin veya adına hareket etmekte olduğu kişinin gerekli değişiklikleri yapacak kontrol yetkisine sahip olduğundan ve gerekli olmayan personelden kurtulmayı amaçladığından emin olmadığı sürece bu masraflar kardan tekrar indirildiğinde şirketin gereğinden fazla değerlendirilmiş olması riski bulunmaktadır.

5.13.2.3.2 İhtiyaç dışı varlıklar (örneğin, uçak). Bilançodan ihtiyaç dışı varlıklara ilişkin her tür aktif ve pasif kalemlerin çıkartılması (Şirket, değerlemesi yapıldıktan sonra ihtiyaç dışı varlığın/varlıkların değeri, eğer varsa vergiler de dahil olmak üzere elden çıkartma maliyetleri düşüldükten sonra kalan net tutar, takdir edilen şirket değerine eklenecektir). Destek masrafları (uçak söz konusu ise yakıt, personel, hangar, vergiler, bakım vb.) ile gelirler (kiralama veya kiralık uçuş gelirleri) de dahil olmak üzere ihtiyaç dışı olan varlığın gelir tablosu üzerindeki etkilerinin de giderilmesi gerekir.

5.13.2.3.3 İhtiyaç fazlası varlıklar (ihtiyaç fazlası ya da şirket ihtiyaçları için gerekli olmayan) Değerleme Raporu'nda faaliyet dışı kalemler gibi değerlendirilmelidir. Bu ihtiyaç fazlası varlıklara örnek olarak; kullanılmayan ruhsatlar, imtiyazlar, telif hakları ve patentler; arazi yatırımları, kiralık binalar ve ekipman fazlası; diğer şirketlere yapılan yatırımlar; pazarlanabilir bir menkul kıymetler portföyü ve gereğinden fazla nakit veya vadeli mevduat verilebilir. İhtiyaç fazlası varlıkların elde edilebilir

net değeri (gelir vergisi ve satış maliyetleri düşüldükten sonra) özellikle belirlenmiş tahmin döneminin ilk yılında net faaliyet nakit akışına ilave edilmelidir.

5.13.2.4 Amortismanın, raporlanmış finansal tablolarda vergi veya muhasebe amortismanına uygun olarak gösterilen amortismandan ziyade benzer nitelikteki şirketlerde kullanılan amortisman ile daha doğru bir şekilde karşılaştırılabileceğinden bu yönde bir düzeltme yapılması gerekebilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.

5.13.2.5 Stok hesaplarının, değerlendirme konusu şirketten farklı bir esasa göre tutulmakta olan benzer nitelikteki şirketlerle daha doğru bir şekilde karşılaştırılması veya içinde bulunulan gerçek ekonomik durumu daha doğru bir şekilde yansıtması için düzeltilmesi gerekebilir. **Stok düzeltmelerinin**, gelir tablosu ve bilanço göz önünde bulundurulurken farklı olabilme ihtimali vardır. Örneğin, ilk giren ilk çıkar yöntemi (elde edilen ilk stok malzemesinin ilk satılan olacağı varsayımıyla stok maliyetlerini belirleme yöntemi) Pazar Değeri esaslı bir bilanço oluştururken stokun değerini en doğru şekilde temsil eden bir yöntem olabilir. Ancak, gelir tablosu incelenirken son giren ilk çıkar yöntemi (en son elde edilen stok malzemesinin ilk satılan olacağı varsayımıyla stok maliyetlerini belirleme yöntemi) de enflasyon veya deflasyon yaşanan ortamlarda gelir seviyesini en doğru şekilde gösteren yöntem olabilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.

5.13.2.6 Mal sahiplerine yönelik tazminatın da işçilerin harcadıkları iş gücünü yerine koymak için katlanacakları piyasa maliyetini yansıtacak şekilde düzeltilmesi gerekebilir. İhtiyaç fazlası personelin **kıdem tazminatının** göz önüne alınması gerekebilir. **Vergi düzeltmelerinin** yapılması gerekebilir. **Hizmet sözleşmelerinin** kıdemli personelin sözleşmelerinin feshedilme bedeli (sözleşmede yazan değeri aşabilecek tutar) nedeniyle dikkatli bir şekilde incelenmesi gerekebilir.

5.13.2.7 Kiralanmış, kiraya verilmiş veya ilgili taraflarla bir başka şekilde sözleşme yapılmış kalemlerin maliyetinin Pazar Değeri ödemelerini yansıtacak şekilde düzeltilmesi gerekebilir. Ayrıca vergisel düzeltmelerin de yapılması gerekebilir.

5.13.3 Şirketin tamamının değerlendirilmesi bağlamında yapılacak bazı düzeltmeler o kurumdaki kontrol sahibi olmayan bir hakkın değerlendirilmesi bağlamında yapılamayabilir, çünkü kontrol yetkisi olmayan bir hakkın bu düzeltmeleri yapabilme yetkisi de olmayacaktır.

5.13.4 Finansal tablo düzeltmeleri, Değerleme Uzmanına bir değerlendirme sonucuna erişmesinde yardımcı olma amacıyla yapılmaktadır. Eğer Değerleme Uzmanı, alıcı veya satıcıya teklif edilen bir işlem ile ilgili bir danışmanlık hizmeti veriyorsa, bu **düzeltilmelerin** müşteri tarafından anlaşılması gerekmektedir. Örneğin, teklifte bulunan alıcı, **düzeltilmeler** sonrasında ortaya çıkan değer in ödenmesi gereken azami tutar olabileceğini

bilmesi gerekir. Eğer alıcı, finansal veya operasyonel iyileştirmelerin yapılabileceğine inanmıyorsa daha düşük bir fiyat uygun olacaktır.

5.13.5 Yapılan düzeltmeler, eksiksiz bir şekilde açıklanmalı ve desteklenmelidir. Değerleme Uzmanı, geçmişteki kayıtlarda düzeltmeler yaparken çok dikkatli olmalıdır. Bu tür **düzeltilmelerin**, müşteriyle birlikte her yönden görüşülerek yapılması gerekir. Değerleme Uzmanı, **düzeltilmeleri** sadece bu **düzeltilmelerin** geçerliliğini desteklemek amacıyla şirkette yeterli erişimi varsa yapmalıdır.

5.14 Şirket Değerlemesi yaklaşımları

5.14.1 Şirket Değerlemesinde pazar yaklaşımı

5.14.1.1 Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır.

5.14.1.2 Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

5.14.1.3 Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı

olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır. Karşılaştırma için makul bir esasın kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde göz önüne alınan faktörler şunlardır:

5.14.1.3.1 Nicel ve nitel şirket özellikleri açısından değerlendirme konusu şirket ile benzerlik.

5.14.1.3.2 Benzer şirketin verilerinin tutarı ve doğrulanabilirliği

5.14.1.3.3 Benzer şirketin fiyatının, tarafların birbirini tanımadan gerçekleştirdikleri bir işlemi yansıtmadığı

5.14.1.3.3.1 Değerlemenin bağımsızlığını ve güvenilirliğini tesis etmek için benzer şirketlerde derinlemesine ve tarafsız bir araştırma yapılmalıdır. Bu araştırmada benzer şirketlerin seçimi için kullanılan basit ve objektif kriterler yer almalıdır.

5.14.1.3.3.2 Benzer şirketler ile değerlendirme konusu şirket arasındaki nitel ve nicel farklılıklar ile benzerliklerin karşılaştırmalı analizi yapılmalıdır.

5.14.1.4 Halka açık borsa şirketlerini veya şirket alımlarını analiz etmek suretiyle Değerleme Uzmanı, genelde fiyatların çeşitli gelir veya net varlık değerlerine bölünmesiyle oluşan değerlendirme oranlarını hesaplamaktadır. Bu oranlar hesaplanırken ve seçilirken özen gösterilmelidir.

5.14.1.4.1 Bu oran, şirketin değeri hakkında anlamlı bilgiler sağlamalıdır.

5.14.1.4.2 Bu oranı hesaplamak için kullanılan benzer nitelikteki şirketlere ilişkin veriler doğru olmalıdır.

5.14.1.4.3 Oranların hesaplamaları doğru olmalıdır.

5.14.1.4.4 Eğer veriler ortalama olarak alınır, göz önünde bulundurulmuş süre ve ortalama alma yöntemi uygun olmalıdır.

5.14.1.4.5 Tüm hesaplamalar, hem benzer nitelikteki şirketler hem de değerlendirme konusu şirket için aynı şekilde gerçekleştirilmelidir.

5.14.1.4.6 Oranda kullanılan fiyat verileri, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerli olmalıdır.

5.14.1.4.7 Uygun olan yerlerde benzer nitelikteki şirketleri ve değerlendirme konusunu oluşturan şirketleri daha karşılaştırılabilir kılmak için ayarlamalara ihtiyaç duyulabilir.

5.14.1.4.8 Olağandışı, tekrarlanmayan veya faaliyet dışı kalemler için düzeltmeler yapılması gerekebilir.

5.14.1.4.9 Seçilen oranlar, benzer nitelikteki şirketlerin ve değerlendirme konusu şirketlerin riskleri ve beklentilerindeki farklılıklar ele alındığında uygun nitelikte olmalıdır.

5.14.1.4.10 Değerleme konusu şirkette birden fazla değerlendirme katsayısı seçilip uygulanabileceğinden birçok değer göstergesi ortaya çıkabilir.

5.14.1.4.11 Değerleme konusu mülkiyet hakkındaki farklılıklar ile benzer nitelikteki şirketlerde yer alan kontrol yetkisi veya kontrol yetkisi eksikliği ile ilgili veya pazarlanabilirlik veya pazarlanabilirlik eksikliği ile ilgili

düzeltilmeler uygun görülmesi halinde gerektiği şekilde yapılmalıdır.

5.14.1.5 Değerleme hakkında bilgi vermesi için değerlendirme konusu şirkette daha önce gerçekleştirilmiş işlemler kullanıldığında, geçen zaman içerisinde değişen ekonomik şartlara göre, sektörde ve şirkette meydana gelen gelişmeleri yansıtabilecek şekilde düzeltilmeler yapılması gerekebilir.

5.14.1.6 Bir şirketin, şirket mülkiyet hakkının veya menkul kıymetin değerlendirilmesinde geçmiş tecrübelere dayalı değerlendirme uygulamaları veya bazı pratik uygulamalar da yararlı olabilir. Ancak, bu tür kuralların kullanımıyla elde edilen değer göstergelerine, bu göstergelere alıcılar ve satıcıların özel bir önem verdiği kanıtlanmadıkça fazla ağırlık verilmemelidir.

5.14.2 Şirket Değerlemesinde **gelir indirgeme** yaklaşımı

5.14.2.1 Gelir indirgeme yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulmuş iki gelir yaklaşımı yöntemi, gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi ya da temettü yöntemidir.

5.14.2.1.1 Gelirin (doğrudan) indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, birçok farklı gelir ve nakit akışı tanımları şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgeme oranı kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

5.14.2.1.2 İndirgenmiş Nakit Akışı analizi ve/veya temettü yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır. İskonto oranı, kullanılan nakit akışı tanımı için uygun olmalıdır.

5.14.2.1.3 İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırımların verilerinden elde edilen) ifade edilir.

5.14.2.2 Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür.

5.14.2.2.1 Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmelidir.

5.14.2.2.2 Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, na-

kit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Uygun olan oran tahmin edilirken Değerleme Uzmanının, faiz oranlarının seviyesini, yatırımcıların benzer nitelikteki yatırımlardan beklediği getiri oranlarını ve beklenen kazanç akışlarında bulunan riski göz önüne alması gerekir.

5.14.2.2.3 İskonto kullanan indirgeme yaklaşımlarında beklenen büyüme, gelecekteki kazanç akışının tahmininde dikkate alınmalıdır.

5.14.2.2.4 İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. Bu ilişkinin formülü, iskonto oranı eksi uzun vadeli büyüme oranı eşittir indirgeme oranıdır ($R = Y - Da$, bu denklemde R, indirgeme oranı; Y, iskonto veya getiri oranı ve Da da değer yıl içindeki değişimidir).

5.14.2.2.5 İndirgeme oranı veya iskonto oranı, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Örneğin, vergi öncesi kazançlar ile ilgili olarak vergi öncesi oranlar, gelir vergisi sonrası net kazanç akışları ile gelir vergisi sonrası net oranlar ve net nakit akışı kazançları ile de net nakit akış oranları kullanılmalıdır.

5.14.2.2.6 Tahmini gelir, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır ve tahmini gelir gerçek esaslarla (denge fiyatlar) ifade edilirken de gerçek oranlar kullanılmalıdır. Benzer şekilde beklenen uzun vadeli gelir büyüme oranı belgelendirilmeli ve nominal esaslar veya gerçek esaslar cinsinden de açık bir şekilde ifade edilmelidir.

5.14.3 Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi yaklaşımı

5.14.3.1 Şirket değerlemelerinde, **varlık esaslı yaklaşım**, Değerleme Uzmanlarının farklı varlık tipleri için kullandıkları maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir.

5.14.3.2 Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

5.14.3.3 Varlık esaslı yaklaşımın uygulamasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de göz önüne alınması gerekebilir.

5.14.3.4 Varlık esaslı yaklaşım, aşağıdakilerden birini veya daha fazlasını içeren şirketlerde, kontrol yetkisine sahip hakların değerlendirilmesi sırasında göz önünde bulundurulmalıdır:

5.14.3.4.1 Bir gayrimenkul şirketi veya zirai faaliyette bulunan bir şirket gibi bir yatırım veya holding şirketi

5.14.3.4.2 İşletmenin sürekliliği varsayımı dışında bir başka esasa dayalı olarak değerlendirilmesi yapılan bir şirket

5.14.3.5 Varlık esaslı yaklaşım, satıcılar ve alıcılar tarafından rutin bir şekilde kullanılmadığı sürece, işletmenin

sürekliliği varsayımı altında değerlemesi yapılan şirketler ile ilgili değerlendirme görevlerinde kullanılan tek yaklaşım olmamalıdır. Bu gibi durumlarda Değerleme Uzmanı, bu yaklaşıma ilişkin seçimini desteklemelidir.

5.14.3.6 Faaliyetlerine devam etmekte olan bir şirketin değerlemesinde, işletmenin sürekliliği varsayımı kullanılmıyorsa, varlıklar **Pazar Değeri** esasına göre veya uygun görülürse, piyasada kalma süresine göre daha kısa bir zaman aralığı dahilinde değerlendirilmelidir. Varlıkların satışı veya şirketin tasfiyesi ile ilişkili tüm maliyetlerin de bu tür değerlemelerde hesaba katılması gerekmektedir. Bu gibi durumlarda başta şerefiye gibi maddi olmayan varlıklar değerlerini yitirebilmekle birlikte diğer varlıklardan patentler, tescilli markalar veya markalar değerlerini sürdürebilirler.

5.14.3.7 Eğer bir holding şirketi, sadece varlıklarını muhafaza edip bunlardan yatırım geliri temin ediyorsa, bu durumda her bir varlık için **Pazar Değerinin** esas alınması gerekir.

5.14.3.8 Eğer bir yatırım holding şirketinin değerlemesi söz konusu ise, menkul kıymetler (hem kote edilmiş, hem de kote edilmemiş), hakkın nakde çevrilmesi ve hakkın büyüklüğü önemli olabilir ve teklif edilen fiyatın farklı bir fiyata yol açabilir.

5.15 Uzlaşma süreçleri

5.15.1 Nihai değere ulaşırken,

5.15.1.1 Değerin tanımı;

5.15.1.2 Değerlemenin amacı ve kullanım alanı;

5.15.1.3 Değerleme görevi kapsamında değerlendirme tarihi itibarıyla gerekli olabilecek tüm ilgili bilgiler esas alınacaktır.

5.15.2 Nihai değer aynı zamanda, kullanılan değerlendirme yaklaşımları çerçevesinde ortaya çıkan değer tahminlerini de esas alacaktır.

5.15.2.1 Uygun yaklaşımların, yöntemlerin ve prosedürlerin seçimi ve kullanılması, Değerleme Uzmanının takdirine bağlıdır.

5.15.2.2 Değerleme Uzmanı, değerlendirme sürecinin uygulanması sırasında ortaya çıkan değer tahminlerinden her birine verilecek göreceli ağırlığı tespit ederken kanaatlerine başvurmalıdır. Değerleme Uzmanı, mutabık kalınan nihai değere ulaşırken kullanmış olduğu değerlendirme yaklaşımlarının ve bunların ağırlıklandırılmasına ilişkin olarak gerekli mantıki gerekçe ve kanıtları sunmalıdır.

6.0 Yürürlük Tarihi

6.1 Bu Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, s tarihinde yürürlüğe girmiştir.