

**TÜRKİYE’DE KULLANILAN BAZI ŞİRKET DEĞERLEME
YÖNTEMLERİ VE BİR UYGULAMA**

Ögr. Gör. Dr. Gönül İpek ALKAN*
Araş. Gör. Erhan DEMİRELİ**

ÖZET

Küresel rekabet ortamı işletmelerin piyasa değerlerini etkilemektedir. Bu süreçte işletmeler büyüme stratejilerini belirlerken, çoğunlukla birleşme ya da halka arz yöntemini kullanmaktadırlar. Her iki yöntemde de işletme değerinin tespiti, başka bir ifadeyle “değerleme” sorunuyla karşılaşan işletmeler, değerlendirme yöntemini belirlerken, değerlendirme işlemini amacını göz önünde bulundurmalıdır. Değerleme için çok sayıda yöntem kullanılmaktadır. Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın önemli olan doğruya en yakın işletme değerinin belirlenmesidir. Bu çalışmada bir işletme için örnek uygulamaya yer verilerek işletme değeri, değerlendirme yöntemlerinden net aktif değer, piyasa değeri – defter değeri, fiyat kazanç oranı, fiyat / nakit akım oranı kullanılarak hesaplanmış ve bu yöntemlerin ortalaması alınarak işletme değerinin belirlenmesine çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Şirket Değerlemesi, Değerleme Yöntemleri,

ABSTRACT

The global competing environment affects the firms’ market value. In this process, when firms determine the growing strategies, they usually prefer the operation methods of joint ventures or public offering. In every case, business which faces the problem of evaluation, have to consider the aim of evaluation procedure, to set a firm value. In evaluation, lots of methods are used. Whichever methods is used, the important point is to determine the most

* Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir Meslek Yüksekokulu, İktisadi ve İdari Programlar,
Muhasebe Bölümü Öğretim Görevlisi
e- mail: gonul.ipek@deu.edu.tr

** Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
Muhasebe – Finansman ABD. Araştırma Görevlisi
e- mail: erhan.demireli@deu.edu.tr

realistic firm value. In this study, an application is set. In this application; firm value is computed by the methods of net asset value, market value, book value, price earnings ratio, cash flow ratio, the average score of all these measures are taken into consideration in calculations.

Key Words: Firm valuation, Valuation methods

I- DEĞERLEMEYE GİRİŞ VE DEĞERLEMENİN AMACI

Değer; alan yazınında herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır (Akyüz, 1990; 64–65). Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır (Gage, 1969; 15).

Değerleme olgusu karlılık, risk ve işletme değeri ekseninde incelenmesi gereken bir olgudur. Çünkü bir işletmenin değeri o işletmenin gelecek dönemlerdeki gelir akışı ve risk durumuna bağlıdır.

Değerleme değişik tekniklere ve yöntemlere dayanarak değeri ölçer, tahmin yapar ve projeksiyon ortaya koyar (Kabataş, 2005; 224).

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine – teçhizat, mal stoku vs. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini” şeklinde tanımlanmaktadır (Dikmen, 2003; 50).

İşletme değerlemesinin amacı, o işletmenin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasadaki varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, sözkonusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir (Bredford, 1993; 7).

II- DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Her işletmenin bir değeri vardır, ancak değerlendirme için genel kabul görmüş formüller ne yazık ki yoktur, dolayısıyla çoğu zaman değerlendirme sırasında subjektif faktörler kullanılmaktadır. Değerleme sürecini karmaşık hale getiren birçok faktör vardır. Değerlemenin amacı, değerlendirme yapılan işletmenin bulunduğu sektördeki konjonktürel etkiler, piyasa koşulları ve riskler, değerlendirme yapıldığı zaman bu faktörler arasında sıralanabilir.

İşletme değerinin belirlenmesine yönelik olarak geliştirilen değerlendirme yöntemleri şunlardır.

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Net Aktif Değeri Yöntemi
- Piyasa Değeri - Defter Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Yeniden Yapma Değeri Yöntemi
- İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi
- Emsal Değeri Yöntemi
- Ekspertiz Değeri Yöntemi
- Temettü Verimi Yöntemi
- Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi
- Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi
- Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi
- Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM)

Bu çalışmada indirgenmiş nakit akımları yöntemi, net aktif değerlendirme yöntemi, fiyat kazanç oranı yöntemi, piyasa değeri/defter değeri oranı yöntemi, fiyat/nakit akım oranı yöntemlerine yer verilmiş ve bu yöntemlerden piyasa değeri/defter değeri, fiyat/kazanç oranı yöntemi, fiyat/nakit akım oranı yöntemlerinin ortalaması alınarak işletme değerinin belirlenmesine çalışılmıştır.

A. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

Nakit akımı işletme varlıklarının yaratacakları vergiden sonraki kar ile amortismanları toplamını ifade etmektedir (Pamukçu, 1989; 49).

Nakit akımı (NA), diğer bir deyişle nakit giriş ve çıkışları, bir işletmenin damarlarında dolaşan kan gibidir. Bir işletmenin ayakta kalabilmesi; nakit akım dengesini koruyabilmesine bağlıdır (Met, 2005; 42).

Nakit akımının amacı, işletmelerin finansman yapısının firmanın nakit durumu üzerindeki etkisini değerlendirmektir. Genel olarak işletmelerin herhangi bir andaki mali yükümlülüklerini karşılayabilecek miktarda bir nakde sahip olmaları gerekir. O nedenle bir işletmenin yılın belli anda nakit durumunda bir açık ya da eksi olup olmayacağını bilmesi gerekir (Erol, 2003; 101).

Bu yöntemle göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır.

Yöntem gelecekteki nakit akışlarının değerlendirilmesi işlemi olup yöntemin temeli paranın zaman değerine dayanmaktadır. Bu analizde, öncelikle iskonto oranı belirlenmektedir. Bu yöntemde iskonto oranı olarak genellikle sermaye maliyeti kullanılmakta ve tahmin edilen nakit akışları bu orana göre bugünkü değere indirgenmektedir (Dikmen, 2003; 57).

İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır.

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

Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları, nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenir.

Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde firmanın değerini belirleyen değişkenler nakit akımları, nakit akımları tahmin süresi, iskonto oranı olarak sıralanabilir.

B. NET AKTİF DEĞERLEME YÖNTEMİ

İşletmenin kontrol payının, işletmenin faaliyetleri ve aktifleri üzerindeki her türlü tasarrufa imkan verecek bir anlaşma ile satılması halinde, işletme değerinin hesaplanmasında kullanılan yöntem, “net aktif değerlendirme” yöntemidir (Taner, Akkaya, 2003; 2).

Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade etmektedir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar; net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir.

Net aktif değer yönteminde, aktifler yeniden değerlendirilmiş değerleriyle dikkate alınacaktır. Yeniden değerlendirilecek varlıkların değerlendirilmesinde kullanılacak yöntemler şunlardır:

1. TEFE Oranları: Şirketin aktifine kayıtlı tüm sabit kıymetlerin değerleri, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'nin aylık olarak yayınladığı TEFE oranlarına göre yeniden değerlendirilir. Bu değerlendirme yönteminde, sabit kıymetlerin aktifleştirildiği tarihlerdeki tutarlar, aylık bazda bulunan değişim katsayıları ile çarpılarak değerlendirme tarihi itibarıyla değerleri tespit edilir.

2. Stok Devir Hızı: Hammadde, yarı mamul ve mamuller için ayrı ayrı olmak üzere stok devir hızları hesaplanır. Hesaplanan stok devir hızlarından bulunan oranların 360 gün (1 yıl)'e bölünmesiyle bulunan süreler bakılarak 1 ayın üzerinde dönen stoklar için TEFE oranları kullanılarak stokların günümüzdeki değerleri tespit edilir. 1 ayın altındaki stok devir hızları, TEFE oranlarının aylık bazda dikkate alınmasından dolayı var oldukları değerlerle dikkate alınır.

3. Yabancı Para Cinsinden Varlıklar ve Borçlar: Şirketin kayıtlarında yer alan yabancı para cinsinden varlıklar T.C. Merkez Bankası'nın belirlediği döviz alış kurları; borçlar ise T.C. Merkez Bankası'nın belirlediği döviz satış kurları ile değerlendirilir.

4. İç Reeskont: Değerleme tarihi itibarıyla reeskont hesaplanacak ve bu reeskont hesaplamalarında dikkate alınacak hususlar şunlardır:

İç Reeskont Yöntemi Uygulanacak Hesaplar	Kullanılan Reeskont Oranı	Reeskont Hesabında Baz Alınacak Hususlar
Alacak ve Borç Senetleri	Senetler veya sözleşmeler üzerinde bir faiz oranı varsa o faiz oranı; yoksa TL tutarlar için % 64, döviz tutarlar ilgili döviz için geçerli olan LIBOR	Senetlerin (veya vadeli çeklerin) üzerindeki vadeler
Müşteri ve Tedarikçiler (Cari Hesaplar)		Sözleşmede belirtilen vadeler

5. Ekspertiz Değeri: Ekspertiz değeri, bir şirketin sabit varlıklarının piyasa fiyatları ile elden çıkarılması halinde elde edilecek değerdir. Bu yöntem piyasa durumunu, ürünleri veya yönetimin becerilerini dikkate almaz. Varlık satışı söz konusu olduğunda bu yöntem kullanılmaktadır. Bu değer bir

değerleme yönteminden ziyade değerleme yöntemlerinde kullanılan bir araçtır. Örneğin, net aktif değeri bulunurken, binaların ve arsaların değerinin eksperlere yaptırılması sözkonusu olabilir. Aktif değer olarak eksperlerin tahmin etmiş olduğu değer kullanılabilir. Bu ekspertiz raporları bulunmadığı zamanlarda emlak vergisi beyannamesinde belirtilen matrahlar baz alınabilir.

C. FİYAT KAZANÇ ORANI YÖNTEMİ

İşletmenin hisselerini alacak olan yeni kişi/kuruluş, bu satın almayı daha çok hisse senedine bir yatırım amacıyla gerçekleştiriyor ve herhangi bir ortaklık anlaşması düzenlemiyorsa, bu taktirde “Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Yöntemi” ve “Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi” ile işletme değerinin hesaplanması doğru olacaktır (Taner, Akkaya; 2003, 3).

F/K oranı, hisse senedinin fiyatı başına düşen kazanç (vergi sonrası) miktarına bölünmesiyle bulunur.

Temettü ödemek yerine, karını tekrar yatırıma aktaran şirketlerin F/K oranları yüksek olur. Hissedarlar temettü almamalarına rağmen, hisse için yüksek fiyat ödemeye razıdırlar ki bunun sebebi şirketin gelecek yıllara ait büyüme beklentisidir.

Fiyat kazanç oranı, şirket değerlemesi yapılacak hisse senedini, içinde bulunduğu sektörün ortalamasına ve sektördeki diğer şirketlerle F/K bazında karşılaştırma yapılmasına olanak verir.

F/K oranı kullanılırken aşağıdaki seçeneklere göre tercih yapılabilir;

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

F/K oranı halka açık olmayan firmalara da uygulanabildiğinden şirket değerlemelerinde yöntem olarak tercih edilmektedir. Buna göre, şirketin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, şirketin faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanarak şirketin hisselerinin değeri tespit edilebilmektedir.

D. PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ ORANI YÖNTEMİ

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, şirketlerin açıkladıkları kar rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle, Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır.

PD/DD yöntemi fiyatı, olması gereken yönde saptamaya yönelik bir yöntemdir. Bu yöntemin uygulanmasında gerçek değer saptanırken önce işletme ile aynı sektörde, aynı risk düzeyi ile çalışan ve hisse senetleri piyasada alınıp satılan işletmelerden bir gözlem seti oluşturulur (Taner, Akkaya, 2004; 208).

PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına özvarlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, firmaların PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir. 4046 sayılı Kanun gerekçesinde PD/DD şöyle tanımlanmıştır: “Piyasa değeri/defter değeri oranı, bir şirketin hisselerinin piyasa değerinin şirketin hisse başına düşen defter değerine oranıdır. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin kendi oranı ve/veya benzer şirket oranlarının ortalaması ile şirket hisselerinin nominal değeri çarpılarak şirket değerine ulaşılır.” Ancak, F/K oranında olduğu gibi bu tanım doğru değildir. Çünkü, nominal değer; “bir menkul değer ihraç edildiği fiyattır (hisse senedinin üzerinde kayıtlı bulunan değer/fiyat).” Nominal değer piyasada geçerli olan gerçek mübadele fiyatının altında veya üstünde olabilir. Şirket değerine ulaşılması için, PD/DD oranının, şirket hisselerinin nominal değeri ile değil, şirket hisseleri başına düşen defter değeri (özsermaye) ile çarpılması gerekir.

Defter değeri (muhasabe değeri); belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasabe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır.

PD/DD= Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Defter Değeri (Öz Sermaye)

Şirket Değeri = Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı* Şirketin Defter Değeri (Öz Sermaye)

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 (Sayılğan, 2003; 268).

E. FİYAT / NAKİT AKIM ORANI YÖNTEMİ

F/K oranı yönteminde, firma kazancı ile piyasa değeri arasındaki ilişkidenden yararlanılarak firma değeri hesaplanırken, Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) yönteminde, piyasa değeri ile nakit akımları arasında ilişki kurularak, bu ilişki yardımıyla benzer firmaların değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde, benzer firmaların fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu firma değeri bulunacaktır. Uygulamada basit bir hesaplama, nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı alınmaktadır.

Fiyat/Nakit Akımı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Nakit Akımı

Diğer bir ifadeyle F/NA oranı;

Fiyat/Nakit Akımı = Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar + Amortisman)

Şirket Değeri = Seçilen Sektörün veya Pazarın Ortalama Fiyat/Nakit Akımı Oranı * Şirket Nakit Akımı

III- XYZ PACKAGING AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. DEĞERLEMESİ

A- GENEL BİLGİ

XYZ Packaging Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. oluklu mukavva, levha ve kutu üretimi konusunda faaliyet göstermektedir.

B- ŞİRKETİN SERMAYE YAPISI

Şirketin sermayesi 1.465.000 YTL olup 100. Ykr. nominal değerli 14.650.000 adet hisseden oluşmaktadır.

C- ŞİRKETİN (31.12.2002 TARİHİ İTİBARIYLA) ORTAKLIK YAPISI

ADI - SOYADI / UNVANI	SERMAYE MİKTARI	HİSSE ADEDİ	SERMAYE ORANI
A A.Ş.	641.450.	6.414.500	43,78
B A.Ş.	378.341.	3.783.410	25,83
C A.Ş.	260.000.	2.600.000	17,75
D A.Ş.	164.959.	1.649.590	11,26
E A.Ş.	6.750.	67.500	0,46
E A.Ş.	13.500.	135.000	0,92
TOPLAM	1.465.000	14.650.000	100

D- ŞİRKETİN İŞ HACMİ

Kurum tarafından değerlendirilen hesap döneminde 12.002.091 YTL brüt satış geliri elde edilmiş, bu tutarın 9.612.965 YTL'lık kısmı yurt içi satışlarından elde edilmiş, 2.325.465 YTL'lık kısmı ise yurtdışı satışlarından elde edilmiştir. Ayrıca 63.661 YTL tutarında diğer gelirler bulunmaktadır. Brüt satış gelirinden indirimler toplamı olan 11.170 YTL düşüldükten sonra 11.990.921 YTL net satış geliri elde edilmiştir.

Şirketin değerlendirilen dönemde gerçekleştirmiş olduğu üretim ve satış miktarları aşağıdaki gibidir:

	Üretim Miktarı	Satış Miktarı
Oluklu Mukavva Levha ve Kutu	11.924 Ton	11.809 Ton

Şirketin Sektör Bazında Ürün Satış Dağılımı ve Yüzdesi:

Sektör	Satış Miktarı	%
Levha	1.521 Ton	%12,9
Dayanıklı Tüketim Malları	2.134 Ton	%18,1
Kimya	1.712 Ton	%14,5
Tekstil	312 Ton	%2,6
Gıda	5.760 Ton	%48,8
Diğer	370 Ton	%3,1

Şirketin Bölge Bazında Ürün Satış Dağılımı ve Yüzdesi:

Bölge	Satış Miktarı	%
Merkez	7.444 Ton	%63,1
Ankara	1.646 Ton	%13,9
Konya	529 Ton	%4,5
İhracat	2.190 Ton	%18,5

E- KULLANILAN KREDİLER

Şirket'in 31.12.2002 tarihi itibariyle kullandığı kredilerinin durumu aşağıdaki gibidir:

BANKA	KREDİ CİNSİ	TUTAR	ÖDEME TARİHİ
K Bankası	USD DÖVİZ	175.000	01.04.2003
T Bankası	USD DÖVİZ	125.000	11.04.2003
G Bankası	USD DÖVİZ	125.000	ROTATİF
Z Bankası	USD DÖVİZ	61.016	ROTATİF
S Bankası	USD DÖVİZ	83.660	ROTATİF
E Bankası	USD DÖVİZ	61.340	ROTATİF
N Bankası	USD DÖVİZ	71.000	ROTATİF
R Bankası	EURO DÖVİZ	100.000	ROTATİF

Yukarıda anılan kredilerin 31.12.2002 tarihi itibariyle TCMB satış kurları (1.651 YTL.) ile TL karşılıkları toplamı 1.324.149 YTL olup; 31.03.2003 mizanında bu değer 708.011 YTL'dir.

F- YATIRIM İNDİRİMİ

2003 yılına 4.138.645 YTL yatırım indirimi devretmiştir.

2003 yılı uygulaması;

Yıl	Tutar
1996 yılına ait devreden yatırım indirimi	0
1997 yılına ait devreden yatırım indirimi	2.815.431
1998 yılına ait devreden yatırım indirimi	14.542
2002 yılına ait yatırım indirimi	1.308.671
Toplam	4.138.645

XYZ PACKAGING AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.				
31.12.2002 İTİBARIYLA ŞİRKET DEĞERİ (TL)				
A) Fiyat Kazanç Oranı Yöntemi				
	Dönem Net Karı	Ortalama F/K	Şirket Değeri	
31.12.2002 itibariyle	258.816	10,9815	2.842.187	
05.03.2003 itibariyle	258.816	8,5996	2.225.714	
Fiyat Kazanç Oranı Yöntemine Göre Şirket Değeri			2.533.950	
B) Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi				
	Defter Değeri (Özsermaye)	Ortalama PD/DD	Şirket Değeri	
31.12.2002 itibariyle	4.531.315	1,1097	5.028.400	
05.03.2003 itibariyle	4.531.315	0,8874	4.021.088	
Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemine Göre Şirket Değeri			4.524.744	
C) Fiyat / Nakit Akış Yöntemi				
	Dönem Net Karı	Dönem Amortismanı	Ortalama F/NA	Şirket Değeri
31.12.2002 itibariyle	258.816	545.946	4,3904	3.533.227

05.03.2003 itibariyle	258.816	545.946	3,5108	2.825.358
Fiyat / Nakit Akış Yöntemine Göre Şirket Değeri				3.179.292

IV- SONUÇ VE ÖNERİLER

XYZ Packaging Ambalaj San. ve Tic. A.Ş. ve ABC Kağıt ve Paketleme Malzemeleri İmalatı San. ve Tic. A.Ş.'nin değer tespitinde genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri uygulanarak aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir:

XYZ Packaging Ambalaj San. ve Tic. A.Ş. için:

Yöntem	Şirket Değeri*	XYZ'nin Satış Öncesi Sahiplik Oranı	Şirket'in Satılan Kısmının Değeri
PD/DD= Piyasa Değeri/Defter Değeri Oran Yöntemi	4.524.744	11,26 %	509.486
F/K = Fiyat/Kazanç Oran Yöntemi	2.533.950	11,26 %	285.322
F/NA= Fiyat/Nakit Akışı Oran Yöntemi	3.179.292	11,26 %	357.988

XYZ Packaging Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş.'nin değeri; PD/DD, F/K ve F/NA yöntemleri ile 31.12.2002 ve 05.03.2003 tarihleri ortalamaları bulunarak hesaplanmıştır.

Şirket değerinin saptanması finans yazınında sürekli olarak tartışılan bir konu olmuştur. Gerçek değer belirlenmesi ise her zaman ciddi sorunlar yaratmıştır, bu amaca yönelik olarak da farklı yöntem ve teknikler geliştirilmiştir. Ancak yöntemler farklı varsayımlara dayanmakta, dolayısıyla da bu varsayımlar nedeniyle elde edilen sonuç farklılaşmaktadır. Yöntemler birbirleriyle benzerlik arz etmekle birlikte hangi yöntemin tercih edileceğinin

belirlenmesi aşamasında değerlemenin hangi amaçla yapılacağı dikkate alınmalıdır.

Değerleme sürecine etkinlik kazandırılması amacıyla şirketlerin duran varlıklarına ilişkin amortisman ayırma yöntemlerini de doğru belirlemeleri gerekmektedir. Çünkü uygulanan amortisman yöntemi yoluyla saptanan dönem amortismanı doğrudan doğruya şirket değerlemesi sürecine etki etmektedir.

KAYNAKLAR

- AKYÜZ Dr. Mufit ve ERTEL Dr. Nesrin, Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Dünya Yayınları, 3. Baskı, İstanbul 1990
- Ali PAMUKÇU, İşletme Finansı, Der Yayınları, 1989, İstanbul
- Berna TANER, Göktuğ Cenk AKKAYA, İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama, Ege Akademik Bakış Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1-2, Ocak – Temmuz 2003
- Berna TANER, Göktuğ Cenk AKKAYA, Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, İzmir, 2004
- Figen ZAFİF, Muhasebe ve Denetime Bakış, Yıl: 5, Sayı:16, Eylül 2005
- GAGE, W.L., Değer Analizi, Milli Produktivite Merkezi Yayınları: 44, Ankara 1969
- Güven SAYILGAN, İşletme Finansmanı, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003
- Mikail EROL, Nakit Kavramı Bağlamında Nakit Yönetimi Ve Nakit Yönetiminde Nakit Akış Analizinin Yönetim Aracı Olarak Kullanılması, Muhasebe ve Denetime Bakış, Yıl: 3, Sayı:10, Eylül 2003
- Önder MET, Nakit Akım Oranları ile Finansal Analiz ve Konaklama İşletmeleri Açısından Değerlendirilmesi, Muhasebe ve Denetime Bakış, Yıl: 4, Sayı:14, Ocak 2005
- RADFORD, Cornell, Corporate Valuation, New York 1993
- Yaşar KABATAŞ, Gayrimenkul Değerlemesi ve Türkiye'deki Uygulamaları, Mali Çözüm, Yıl: 15, Sayı:71, Nisan, Mayıs, Haziran, İstanbul, 2005