

TEKNİK BİLGİ NOTU (TBN) – 1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI

TEKNİK BİLGİ NOTU 1 – (TBN 1)	İndirgenmiş nakit akışları (İNA)
Açıklayıcı Örnek 1 – (AÖ1)	Taşınmaz Mülkiyeti Değerlemesi
Açıklayıcı Örnek 2 – (AÖ2)	İşletme Değerlemesi
Açıklayıcı Örnek 3 – (AÖ3)	AOSM Hesaplaması
Açıklayıcı Örnek 4 – (AÖ4)	Olasılık-Ağırlıklı ve En Muhtemel Nakit Akışları

Giriş

1. İndirgenmiş nakit akışları (İNA), Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi'nde tanımlanan gelir yaklaşımının kapsamına dâhil bir değerlendirme yöntemidir¹. Bu TBN'nin amacı, İNA yönteminin ilkelerinin tanımlanması ve uygulanışı ile ilgili kapsamlı örneklerle yer verilmesidir. İNA yöntemi birçok farklı varlık türü için uygulanabilir. Bu TBN ve açıklayıcı örneklerde ise, bu yöntemin işletme payları ile taşınmaz mülkiyet haklarının değerlemesindeki kullanımı ele alınmaktadır. Bu TBN'de yer alan ilkeler diğer varlıklar için de geçerli olmakla birlikte, maddi olmayan varlıklar ve finansal araçların değerlemesinde kullanılan İNA yöntemi dâhil tüm yöntemler diğer TBN'lere konu edilmektedir.
2. Doğru uygulanması halinde İNA yöntemi farklı değer esasları için uygun bir ölçü teşkil edebilir. Bu TBN'de, pazar değerinin ve yatırım değerinin tahmin edilmesinde kullanılabilecek girdilere örnek verilmektedir. Ancak, incelenen teknikler, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda tanımlanan gerçeğe uygun değer veya kullanım değeri gibi farklı değer esaslarının tahmininde de kullanılabilir. Bu iki değer esası hakkında daha fazla bilgi için UDS 300 Finansal Raporlama Amaçlı Değerleme standardına bakılabilir.

Tanım

3. Bu TBN bağlamında aşağıdaki tanımlar geçerlidir. Benzer kelimeler ve terimler, farklı bir bağlamda alternatif anlamlar taşıyabilir. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi'nin Uluslararası Değerleme Terimleri Sözlüğü'nde, değerlemede yaygın olarak kullanılan kelimelerin ve terimlerin kapsamlı bir listesi alternatif anlamlarıyla birlikte yer almaktadır.

¹ Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi 2013, Paragraf No 58 - 61

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti – Bir ticarî işletmenin sermaye yapısındaki tüm finansman kaynaklarının maliyetlerinin, pazar değerleri üzerinden ağırlıklı ortalaması ile tahmin edilen indirgeme oranı.

Bugünkü Değer – Belirli bir tarih itibarıyla gelecekteki bir ödemenin veya bir dizi ödemenin uygun bir indirgeme oranı ile söz konusu tarihe (veya sıfır zaman noktasına) indirgenmesi suretiyle hesaplanan değer.

Değerleme Tarihi – Değer görüşünün geçerli olduğu tarih.

Devam Eden Değer – Kesin bir tahmin süresinin sonunda kalan tüm öngörülen nakit akışlarının değeri.

Firmaya Ait Serbest Nakit Akışları – İşletme faaliyetleri için finansman sağladıktan ve gerekli sermaye yatırımları yapıldıktan sonra ortaklara ve alacaklılara ödenebilir nakit akışları.

Gelir Yaklaşımı – Gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari sermaye değerine dönüştürülmesi ile gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşım.

Getiri – Bir yatırımın getirisi. Genellikle bir yatırımın maliyeti, cari pazar değeri veya nominal değeri esas alınarak yüzde cinsinden ve yıllık olarak ifade edilmektedir. Çoğunlukla niteleyici bir kelime veya ifade ile kullanılmaktadır (örneğin vadeye kadar getiri veya cari getiri).

Getiri Oranı – Bir yatırımda gerçekleşen veya gerçekleşmesi beklenen ve söz konusu yatırımın yüzdesi cinsinden ifade edilen kar (zarar) ve/veya değer değişikliği tutarı.

İç Verim Oranı – Yatırımın gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini söz konusu yatırımın maliyetine eşitleyen indirgeme oranı.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler – İndirgenmiş nakit akışları modelinde nakit akışlarını tahmin etmek için kullanılan finansal veriler.

İlk Getiri – Bir yatırımdan elde edilen ilk gelirin söz konusu yatırım için ödenen fiyata bölünmesiyle hesaplanan ve yüzde cinsinden ifade edilen getiri.

İndirgeme Oranı – Gelecekteki bir parasal toplamı veya nakit akışını bugünkü değere dönüştürmek için kullanılan getiri oranı.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi – Gelecekte planlanan tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin tahmin edilmesi için bir indirgeme oranının uygulandığı, gelir yaklaşımının kapsamına dâhil olan yöntem.

İşletme Değeri – Bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değer.

Kapitalizasyon Faktörü – Temsili tek bir döneme ait geliri sermaye değerine dönüştürmek amacıyla söz konusu gelire uygulanan çarpan.

Kapitalizasyon Oranı – Bir yatırımdan üretilen gelirle temsil edilen ve yüzde cinsinden ifade edilen getiri.

Nakit Akışı – Bir varlığın, bir varlık grubunun veya bir ticarî işletmenin zaman içinde ürettiği nakit.

Net Bugünkü Değer – Belirli bir tarih itibarıyla, uygun bir indirgeme oranı kullanılarak gelecekteki nakit girişlerinden tüm nakit çıkışlarının (yatırım maliyeti dâhil) düşülmesi suretiyle hesaplanan değer.

Nominal Nakit Akışları – Belirli bir döneme veya bir dizi döneme ait parasal olarak ifade edilen nakit akışları.

ÖzSermayeye Ait Serbest Nakit Akışları – İşletme faaliyetleri için finansman sağlandıktan, gerekli sermaye yatırımları yapıldıktan ve borç finansmanını artırdıktan veya azalttıktan sonra ortaklara ödenebilir nakit akışları.

Pazar değeri – Bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile *değerleme tarihi* itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutar.

Pazar Riski – Yalnızca belirli bir şirketi veya varlığı değil, tüm pazarı etkileyen risk türü. Portföy çeşitlendirmesi ile yok edilemez. Sistemik risk olarak da adlandırılmaktadır.

Reel Nakit Akışları – Zaman içinde meydana gelen fiyat değişikliklerinin etkisinden arındırılmış nakit akışları.

Risk Primi – Riski yansıtmak amacıyla risksiz getiri oranına eklenen getiri oranı.

Risksiz Getiri Oranı – Temerrüt riski içermeyen bir yatırımın pazardaki getiri oranı.

Sistemik Risk – Yalnızca belirli bir şirketi veya varlığı değil, tüm pazarı etkileyen risk türü. Portföy çeşitlendirmesi ile yok edilemez. Pazar riski olarak da adlandırılmaktadır.

Sistemik Olmayan Risk – Bir şirkete veya varlığa özgü risk türü. Portföy çeşitlendirmesi ile yok edilebilir.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkul – Sahibi tarafından, kira geliri veya değer artış kazancı, ya da her ikisini de elde etmek amacıyla elde tutulan bir arsa veya bina veya binanın bir bölümü gibi bir mülk.

Yatırım Değeri – Bir varlığın, bireysel yatırım veya işletme amaçları doğrultusunda sahibi veya gelecekteki sahibi için değeri.

İNA Yöntemi Ne Zaman Kullanılır?

4. İNA yöntemi, nakit akışı üreten birçok varlığın değerlemesinde kullanılabilir. Bu yöntemle;
- Varlığın veya işletmenin ciddi bir büyüme yaşıyor olması veya faaliyet seviyesinin henüz olgunluğa erişmemiş bulunması (örneğin yeni bir girişim veya inşaat halindeki bir yatırım amaçlı gayrimenkul),
 - Nakit akışlarının kısa vadede dönem dönem dalgalanmasının muhtemel olması (örneğin kira sözleşmesi koşulları nedeniyle yatırım amaçlı gayrimenkulün kira gelirinde yaşanan dalgalanmalar veya ürünlerine olan talepte meydana gelen periyodik değişiklikler nedeniyle bir işletmenin gelirlerinde yaşanan dalgalanmalar) veya
 - Varlığın sınırlı ömre sahip olması (örneğin enerji ve doğal kaynaklar sektöründeki varlıklar ve işletmeler)

hallerinde gösterge niteliğindeki değerler daha iyi belirlenmesi sağlanabilir.

Özet

5. Her bir varlığın değeri, belirli bir değerlendirme tarihi itibarıyla ilgili varlıktan elde edilmesi beklenen net faydaların bugünkü değerinin bir yansımasıdır. İNA yöntemi taşınmaz mülk ve işletme değerlemelerine uygulandığında terim ve girdi farklılıkları söz konusu olmakla birlikte yöntemin temel ilkeleri aynıdır.
6. İNA yöntemi, tahmini nakit akışlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle varlığın veya işletmenin bugünkü değeri şeklinde tespit edilen gösterge niteliğinde bir değerle sonuçlanmaktadır. Daha sonra, kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değer belirlenmekte ve varlık veya işletmenin toplam değerinin hesaplanması amacıyla bu değer de değerlendirme tarihine indirgenmektedir. İNA yöntemi için gerekli önemli girdiler aşağıdadır;
- (a) nakit akışlarının tahmin edileceği kesin sürenin belirlenmesi,
 - (b) söz konusu süre için nakit akışı tahminleri,
 - (c) tahmin süresi sonundaki varlık veya işletme değeri (bir başka deyişle devam eden) ve

(d) devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahminî nakit akışlarına uygulanacak uygun indirgeme oranı.

Kesin Tahmin Dönemi

7. Kesin tahmin döneminin süresinin dikkatli bir şekilde belirlenmesi gerekmekte olup genellikle aşağıdaki kriterlerden biri veya birkaçı göz önünde bulundurulur;
 - (a) nakit akışlarının dalgalanma ihtimalinin olması halinde, nakit akışlarındaki değişikliklerin makul bir şekilde tahmin edilebilme süresi,
 - (b) işletmenin veya varlığın dengeli bir kazanç düzeyine ulaşmasını sağlayacak müddet,
 - (c) varlığın ömrü veya
 - (d) varlığın planlanan elde tutma süresi.
8. Seçim kriterleri değerlemenin amacına, varlığın yapısına, mevcut bilgilere ve kullanılması gereken değer esasına bağlıdır. Kısa ömürlü bir varlık için, nakit akışlarının söz konusu varlığın ömrü boyunca öngörülmesinin hem mümkün hem de alakalı olması ihtimali daha yüksektir. Bazı varlıklar için, pazar katılımcıları arasında tahmin süresinin uzunluğu ile ilgili kabul gören bir norm olabilir ve değer esaslı pazar değeri olarak belirlenmişse bu normun dikkate alınması gerekebilir. Değerlemenin amacı yatırım değerini belirlemekse, kesin tahmin süresinin belirlenmesi için en uygun kriter bir varlığın planlanan elde tutma süresi olabilir.

Nakit Akışı Tahminleri

9. Kesin tahmin dönemine ilişkin nakit akışları, gelir (nakit girişleri) ve harcama (nakit çıkışları) projeksiyonları gibi ileriye dönük finansal bilgiler (İDFB) kullanılarak oluşturulmaktadır. Nakit akışları, gösterdikleri kalıba, mevcut verilere ve tahmin döneminin uzunluğuna bağlı olarak, aylık, üç aylık veya yıllık periyotlar gibi uygun zaman aralıklarına ayrılır. Nakit akışı modeli, sözleşme fesihleri, sözleşmelerin vade tarihlerinde yapılan gözden geçirmeler veya belirli tarihlerde nakit giriş veya çıkışlarında gerçekleşmesi muhtemel değişiklikleri tetikleyebilecek olaylar gibi önceden planlanmış olayları yeteri kadar kapsayacak şekilde oluşturulmalıdır.
10. İDFB bir sözleşmeye dayalı veya en muhtemel nakit akışlarını tahmin etmek için kullanılabilir. Tahmini nakit akışları, örneğin sabit kira ödeme planlarında olduğu gibi bir sözleşmeye dayanabilir, tahminlere yansıtılmamış bir kayıp veya kazancın söz konusu olduğu durumlarda olduğu gibi muhtemel olabilir veya yeni bir üretim hattının açılmasında olduğu gibi belirli olayların gerçekleşmesi şartına bağlı nakit akışlarını yansıtabilir. İDFB, teoride, tüm muhtemel nakit akışlarının olasılık-ağırlıklı ortalamasını temsil eden olasılık-ağırlıklı tahmini nakit akışlarını belirlemek için de kullanılabilir (pratikte kabul gören yaklaşım ise, tüm muhtemel nakit akışlarını temsil eden sınırlı sayıda farklı senaryoların geliştirilmesidir). Yukarıda

tanımlanan her iki nakit akışı türünde de farklı risklerin söz konusu olması nedeniyle indirgeme oranının seçimine etki edebilir. Değerlemede kullanılacak tahmini nakit akışlarının seçimi, ilgili varlık türüne veya mevcut İDFB'nin niteliğine ilişkin pazar uygulamalarına bağlıdır.

11. Tahmini nakit akışlarına ilişkin değerlendirmelerin uygun varsayımlara dayanması gerekmektedir. Bu varsayımların uygunluğu, değerlemenin amacına ve kullanılması gereken değer esaslarına bağlı olacaktır. Pazar değeri için, nakit akışlarının pazar katılımcıları tarafından öngörülen varsayımları yansıtması; yatırım değeri için ise, işletmenin belirli bir yatırımcı açısından makul olan tahminlerine dayanan nakit akışları kullanılarak ölçüm yapılması gerekmektedir.
12. İNA yönteminde kullanılan nakit akışları firmaya ait serbest nakit akışları (FSNA) ve özsermayeye ait serbest nakit akışları (ÖSNA) esas alınarak ölçülebilir.
13. Tahmini nakit akışları, zaman içinde enflasyon veya deflasyon nedeniyle ortaya çıkabilecek fiyat değişikliklerinin etkilerini yansıtacak şekilde nominal veya söz konusu etkilerin ortadan kaldırılmasına yönelik olarak yapılan bir düzeltmeyi içerecek şekilde reel nitelikte olabilir. Nakit akışları ayrıca vergi öncesi veya vergi sonrası olabilir. Söz konusu nakit akışlarının seçimi, değerlemenin amacına, mevcut verilere ve değerlemeye konu varlığın veya işletmenin türüne ilişkin pazar uygulamalarına bağlıdır.
14. Bir işletmeye ilişkin İDFB'nin muhasebe verilerine dayanması halinde, kâr rakamının nakit akışlarıyla mutabakatı için düzeltmeler yapılması gerekebilir. Bu kapsamda, amortisman ve itfa payları gibi nakdî olmayan giderler kâra geri eklenir; sermaye harcamaları veya işletme sermayesindeki değişiklikler ile ilgili nakit çıkışları kârdan çıkarılır.

Devam Eden Değer

15. Varlığın veya işletmenin kesin tahmin döneminden sonra da devam etmesinin beklenmesi halinde, söz konusu varlığın veya işletmenin kesin tahmin dönemi sonundaki devam eden değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Devam eden değer hesaplanırken, varlığın veya işletmenin kesin tahmin döneminden sonraki büyüme potansiyelinin göz önünde bulundurulması zorunludur. İNA yönteminin pazar değerinin tahmininde kullanılması halinde, devam eden değer, varlığın veya işletmenin kesin tahmin dönemi sonundaki pazar değeri olarak alınabilir. Yatırım değerinin tahmininde ise, devam eden değer, varlığı kesin tahmin döneminden sonra sonsuza kadar elde tutmaya devam edecek belirli bir yatırımcı açısından değeri yansıtacaktır. Devam eden değer, sözleşmeye konu edilen bir gelir örneğinde olduğu gibi, bazı durumlarda, önceden belirlenmiş sabit bir sermaye değeri olabilir.

16. Devam eden değer, kesin tahmin döneminin hemen akabinde gerçekleşen nakit akışlarına kapitalizasyon faktörü uygulanması veya sabit bir büyüme modelinin kullanılması gibi çeşitli tekniklerden faydalanılarak hesaplanabilir. Birinci teknik, taşınmaz mülkiyet değerlemesinde; ikinci teknik ise işletme değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Devam eden değer, bir çıkış çarpanı – ki bu çarpan değerlendirme tarihinde pazarda gözlemlenen çarpan değil, uygun şekilde düzeltmeye tabi tutulan vadeli bir çarpandır – kullanılarak uygulanan pazar yaklaşımı gibi, diğer değerlendirme yaklaşımlarından da türetilir.

17. Taşınmaz mülkiyetinin devam eden değerinin tespit edilmesi için kullanılan kapitalizasyon faktörü yöntemi genelde aşağıdaki gibi uygulanmaktadır:

$$\text{Devam Eden Değer} = NK_n \times \text{kapitalizasyon faktörü}$$

“ NK_n ”, kesin tahmin döneminin sonunu takip eden yıldaki tahmini net kira alacağıdır.

18. Bir işletmenin devam eden değerinin tespit edilmesi için kullanılan sabit büyüme yönteminde, işletmenin sonsuza kadar sabit bir oranda büyüdüğü varsayılmaktadır. Bu kapsamda devam eden değer, dengeli büyüme dönemine girmiş bir işletmenin serbest nakit akışları şeklinde standardize edilmiş nakit akışları kullanılarak hesaplanmaktadır. Yönteme ilişkin formül ise aşağıdaki gibidir:

$$\text{Devam Eden Değer} = \frac{((SNA_n) \times (1+g))}{r - g}$$

“ SNA_n ”, kesin tahmin döneminin son yılındaki standardize edilmiş serbest nakit akışlarıdır.

g = sonsuza kadarki sabit büyüme hızıdır.

r = indirgeme oranıdır (AOSM veya özsermaye maliyeti (K_e), bkz. Paragraf no 25)

19. Bazı varlıkların devam eden değerlerinin yukarıda yer verilen nakit akışları ile ilişkisinin çok az olabileceği veya hiç olmayabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Maden veya petrol kuyusu gibi tükenmeye tabi bir varlık buna örnek olarak verilebilir.

20. Riskin kesin tahmin dönemindeki riskten farklı olduğu düşünülmedikçe, kesin tahmin dönemi sonunda belirlenen devam eden değer, genellikle tahmini nakit akışları için uygulanan indirgeme oranı kullanılmak suretiyle, değerlendirme tarihine indirgenir.

21. Tahmin süresi kısa olduğunda, devam eden değer hesaplanması, bugünkü değer daha büyük bir kısmını teşkil etmesi nedeniyle, daha da önem kazanmaktadır. Böyle bir durumda, devam eden değer hesaplanmasında kullanılan nakit akışlarını oluştururken yapılan varsayımların

uygunluğunun sağlanması ve nakit akışlarını tahmin süresi uzatılarak daha iyi yansıtabilecek değişikliklerin söz konusu olmadığına temin edilmesi gerekmektedir.

İndirgeme Oranı

22. Tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oran, hem paranın zaman değerini hem de varlığın veya işletmenin gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmalıdır.
23. Uygulanan indirgeme oranı, kullanılması gereken değer esasına, varlığın türüne veya fayda sağlanan nakit akışlarına bağlıdır. Değerlemenin amacı pazar değerinin tahmin edilmesiye, indirgeme oranının pazar katılımcılarının risk görüşlerini yansıtmaları gerekir. Amaç yatırım değerini tahmin etmekse, indirgeme oranı, belirli bir yatırımcının varlığın risklerini dikkate alarak talep ettiği hedef getiri oranını yansıtmalıdır.
24. Kullanılan indirgeme oranı ayrıca tahmini nakit akışlarının niteliğini ve içerdiği riskleri yansıtmalıdır. Örneğin, sözleşmeye dayalı veya en muhtemel nakit akışları kullanılıyorsa, gelecekteki temerrütler ile ilgili beklentileri yansıtan bir indirgeme oranı uygundur. Bu oran, pazarda işlem gören ve aynı esasa belirlenen tahmini nakit akışlarına sahip benzer varlıklar veya borçlar için gözlemlenen oranlarla kıyaslanır. Olasılık-ağırlıklı nakit akışları kullanılıyorsa, söz konusu nakit akışları gelecekteki temerrütler ile ilgili varsayımları halihazırda yansıtmakta olduğundan, aynı oran uygulanamaz. Bunun yerine, beklenen nakit akışı riskleri ile orantılı bir indirgeme oranı kullanılır. Bu oran, genelde, bir dizi olası sonucu ifade eden beklenen getiri oranlarını veren varlık fiyatlama modellerinden elde edilebilir.
25. İşletmeler için tahmini nakit akışları genelde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) veya özsermaye maliyeti kullanılarak indirgenir. İşletme değerinin tespitinde FSNA, AOSM kullanılarak indirgenebilir. AOSM, fiilî finansman yapısından ziyade optimum finansman yapısını yansıttığından, optimum yapıya ulaşılabilmesi için işletmenin fiilî rakamlarında düzeltme yapılması gerekebilir. Alternatif olarak, işletmenin özsermaye değerinin elde edilebilmesi için ÖSNA'ya özsermaye maliyeti uygulanabilir. Özsermaye değeri, ortaklara tahakkuk eden değeri yansıtmaktadır. Özsermaye değerine ulaşmak için işletme değerinden net borçların da düşülmesi gerekir.

26. AOSM, pazar katılımcılarının belirli bir yatırıma girmek için talep ettikleri getiri oranıdır.

Yalnızca borç ve özsermayeyi içeren basit bir hesaplama örneği aşağıda verilmiştir:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{(D + E)}$$

“WACC”, AOSM’dir.

“K_e”, özsermaye maliyetidir.

“E”, özsermayenin pazar değeridir.

“K_d”, borcun maliyetidir.

“D”, borcun pazar değeridir.

“T”, kurumlar vergisi oranıdır.

27. Özsermaye maliyeti, bir yatırımcının beklediği özsermaye getiri oranını temsil etmektedir.

Özsermaye maliyeti pazarda kolaylıkla gözlemlenemez. Özsermaye maliyetinin tahmininde kullanılan birçok model bulunmaktadır. Bunlardan en yaygın olanları sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin (SVFM) bir veya daha fazla versiyonunu kullanmaktadır. SVFM uygulamasında özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$$

“R_f”, risksiz varlıkların cari getirisini yansıtan risksiz getiri oranıdır.

“R_m”, beklenen pazar getirisi.

“(R_m - R_f)”, varlıklardan oluşan bir “pazar” portföyünün risksiz getiri oranının üzerindeki risk primidir.

“β”, beta faktörü olup, belirli bir varlığın tamamen riskli varlıklardan oluşan bir portföyün riskine göre sistematik (veya çeşitlendirilemez) riskinin ölçüsünü ifade eder.

“α”, alfa faktörü olup, şirkete özgü riski (ülkeden, şirketin kendisinden ve şirketin büyüklüğünden kaynaklanan risk primlerini yansıtabilir)* ifade eder.

* Bu risk için beta faktörü kullanılmak suretiyle düzeltme de yapılabilir. Bu tür sistematik olmayan riskler hesaplanırken, portföy çeşitlendirmesi ile elimine edilebildiğinden pazar değeri bulunmaya çalışıldığında alfa faktörü için “0” kullanılmalıdır.

28. Bir taşınmaz mülkiyet hakkı, bu taşınmaza sahip olan işletmeden bağımsız olarak devredilebilir ve genellikle işlem bu şekilde gerçekleşmektedir. Aktif pazarlarda, bir pazar katılımcısının binanın kalitesi, kiralayan(lar)ın kalitesi ve kiralama süresi ve diğer kiralama koşulları gibi

faktörleri göz önünde bulundurduktan sonra talep edeceği indirgeme oranını belirlemek için yapılan işlem analizleri veya anketlerden elde edilen yeterli veriler genelde mevcuttur. İndirgeme oranını güvenilir bir şekilde belirlemeye yetecek pazar verisi yoksa, “toplama” yöntemi kullanılarak bir oran tahmin edilebilir.

29. Toplama yönteminde, genellikle temerrüt riski içermediği varsayılan uzun vadeli bir devlet tahviline dayalı risksiz getiri oranı belirlenir ve daha sonra pazar risklerini ve varlığa özgü riskleri yansıtmak için ilave risk primi hesaplanır. Taşınmaz mülk için risk primi, risksiz yatırım ile kıyaslandığında taşınmaz mülk pazarı ile ilgili yatırım riskleri ve belirli bir taşınmaza ve taşınmaz hakkına özgü riskler gibi faktörleri yansıtacaktır. Bu faktörlerden ikincisinde, genelde bir mülk sahibinin gelir ve giderlerinin kesinliği ve teminatı ile nakit akışlarında yapılacak değişikliklerin zamanlaması dikkate alınmaktadır. Binanın kalitesi ve konumu, kiracı(lar)ın kalitesi ve kiralama koşulları gibi faktörlerin hepsi risk primi üzerinde etkilidir.

İç Verim Oranı

30. İNA modeli bir yatırımın iç verim oranını (İVO) hesaplamak için de kullanılabilir. İVO, yatırım maliyeti de dâhil olmak üzere, tüm nakit akışlarının net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen indirgeme oranıdır. İVO’nun bir yatırımı işletmenin hedeflediği asgarî getiri oranı veya sermaye maliyeti cinsinden değerlendirirken de kullanılması mümkündür.

Değerleme Esasları

31. İNA yöntemi Uluslararası Değerleme Standartları’nda tanımlanan pazar değeri ve yatırım değeri veya UFRS 13’te tanımlanan finansal raporlama amaçlı makul değer gibi, farklı değer esaslarını belirlemek amacıyla kullanılabilir. Kullanılan girdilerin nitelikleri kullanılması gereken esasa bağlı olarak değişir.
32. Pazar değerinin veya benzer bir değer esasının belirlenmesi için İNA yöntemi kullanılırken mevcut pazar kanıtlarından faydalanılmalıdır. Tüm girdiler mümkün mertebe pazardan elde edilen verilere dayandırılmalıdır. Pazar verileri yetersizse, girdiler, yatırımcıların ve diğer pazar katılımcıların düşünce süreçlerini, beklentilerini ve algılarını anlaşılabilir olacak kadar yansıtmalıdır. İNA yönteminin teknik olarak değerlendirilmesinde, beklenen gelirin doğruluğunun sonradan kanıtlanmasından ziyade, beklentiye verilen pazar desteğinin değerlendirilmesinde dikkate alınmalıdır.
33. Pazar değeri tahmin edilirken varlığın sahibi veya gelecekteki sahibi tarafından sağlanan bir nakit akışı tahmininin kullanılması halinde, söz konusu tahminin pazar kanıtları ve beklentileri dikkate alınarak kontrolden geçirilmesi gerekir. Tahminî nakit akışlarına ilişkin büyüme veya küçülme varsayımları, genelde, ekonomi ve pazarla ilgili koşulların analizi ile varlığın veya

işletmenin beklenen performansı hakkında yönetimle yapılan müzakerelere dayanmaktadır. Faaliyet giderlerinde meydana gelen değişikliklerin tüm masraf eğilimleri ile önemli masraf kalemlerine özgü eğilimleri yansıtmaları gerekir. Sunulan tahmin, pazar beklentilerinden farklıysa, gösterge niteliğindeki pazar değerinin tespitinde kullanılamaz.

34. Tüm değerlendirme girdilerinde ve varsayımlarında, Uluslararası Değerleme Standartları'nda yer verilen "pazar değeri için kavramsal çerçeve" bölümü göz önünde bulundurulmalıdır. Nakit akışı projeksiyonlarının veya beklentilerinin ve İNA yönteminin temelini oluşturan varsayımların ilgili pazar için uygun, muhtemel ve makul olmasının sağlanması amacıyla yeterli araştırma yapılmalıdır.
35. İNA yöntemi yatırım değerinin tahmin edilmesi için kullanıldığında ise, kullanılan indirgeme oranı, indirgeme süresi ve nakit akışı varsayımları gibi girdiler, bir pazar katılımcısının kullanacağı girdilerden farklı olabilir.
36. Tahmini nakit akışları, pazar katılımcılarının beklentisini yansıtılabilir veya varlığın mevcut ya da gelecekteki sahibine özgü olabilir. Kullanılan indirgeme oranı, genelde, hedef veya asgarî getiri oranı, fırsat maliyeti veya işletmenin AOSM oranı gibi yatırımcıya özgü kriterler dikkate alınarak belirlenecektir. İNA yönteminin, yatırımın bir işletmenin gelecekteki alıcısına göre değeri hesaplanırken kullanılması örnek olarak verilebilir. Gelecekteki alıcı, pazara girmeden önce, potansiyel hedefe ulaşmak için gerekli getiri oranının üretilmesi için ihtiyaç duyulabilecek nakit akışlarının seviyesini belirlemek isteyebilir.

Girdilerin Tutarlılığı

37. Nakit akışları sabit veya değişken, vergiler dahil (brüt) veya hariç (net), borç finansmanı maliyetleri dahil (brüt) veya hariç (net) olabilirler ya da enflasyon veya deflasyon beklentilerini yansıtabilirler veya yansıtmayabilirler. Nakit akışlarının ve indirgeme oranlarının kendi içlerinde tutarlı olması önem arz etmektedir.
38. İNA yönteminin nominal veya reel nakit akışlarına ya da vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışlarına dayandırılarak kullanılmasının daha iyi olup olmadığına ilişkin kararlar, bilgilere ve koşullara, değerlemeye tabi varlığa, mevcut verilere ve ilgili pazar uygulamasına bağlıdır. Pazardaki kanıtların vergi öncesi nakit akışlarına ve vergi öncesi indirgeme oranlarına dayanması halinde, yatırım değerinin tespitinde aksinin söz konusu olmasına karşın, pazar değerinin tespitinde bu kanıtları vergi sonrası değerlerini yansıtacak şekilde düzeltmeye tabi tutmak uygun olmayacaktır.

39. Benzer bir şekilde, nominal nakit akışlarının kullanılması halinde, benzer şirketlerin veya yatırım amaçlı gayrimenkullerin analizinden elde edilen indirgeme oranının da nominal getiri beklentilerine dayandırılmasına dikkat edilmelidir.
40. İlgili pazardaki normlardan farklı girdilerin kullanılması, değerlemede hata yapılması olasılığını artırmaktadır. Taşınmaz mülkiyete ait kira gibi nakit akışları ve indirgeme oranları teamül gereği vergi öncesi olarak verilir. Buna karşılık, işletmelere ilişkin indirgeme oranı verileri genelde vergi sonrası olarak verilir. Vergi öncesi ve vergi sonrası oranlar arasında yapılacak düzeltmeler karmaşık ve hataya açık olabileceğinden azamî dikkat gösterilmelidir.

Raporlama

41. UDS 101 İşin Kapsamı ve UDS 103 Raporlama standartları uyarınca, değerlendirme sırasında yapılan tüm varsayımların kayıt altına alınması gerekmektedir. Ayrıca UDS 103, raporda, değerlendirme yaklaşımının tanımlanmasını ve kullanılan önemli girdiler ile ulaşılan sonucun temel nedenlerine yer verilmesini şart koşturmaktadır.
42. Değerleme kullanıcılarının değerlemeyi doğru bir şekilde anlamalarını sağlayan bilgilerin kapsamı varlığın yapısına, değerlemenin amacına ve alıcıya göre değişiklik gösterecektir. Değerlemeyi belirlemek için bir İNA yöntemi kullanılıyorsa, UDS 103'ün raporlama koşullarına uymak amacıyla, aşağıdaki hususların dikkate alınması önerilmektedir:

Dayanak bilgilerin nitelikleri ve kaynağı [\(UDS 103 5\(h\)\)](#)

- nakit akışlarını oluşturmak için kullanılan IDFB'nin kaynağı.

Değerleme yaklaşımı ve gerekçeleri [\(UDS 103 5\(l\)\)](#)

- Nakit akışlarının başlangıç tarihi ve kullanılan periyotların sayısı, sıklığı ve vadesi dâhil olmak üzere kesin tahmin dönemi
 - Kategoriye göre gruplandırılan nakit girişlerinin ve nakit çıkışlarının bileşenleri ve bunların seçilme nedenleri,
 - İndirgeme oranının hesabı veya gerekçesi,
 - Devam eden değer hesaplaması temeli.
43. Raporda, temel hesaplama girdileri hakkındaki varsayımlarda yapılan değişikliklerin değerlendirme sonucu üzerindeki muhtemel etkisi hakkında yoruma yer verilmesi önerilmektedir. Bu bir duyarlılık analizi şeklinde olabilir.
44. İNA yöntemi, bir veya daha fazla değerlendirme yöntemi ile birlikte kullanıldığında, raporda, İNA ile elde edilen sonuç ve diğer yöntem(ler)le elde edilen sonuç arasındaki mutabakata veya

değere daha iyi bir gösterge teşkil etmek üzere iki yöntemden birinin tercih edilmesinin gerekçesine yer verilmesi önerilmektedir.

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 1 - Taşınmaz Mülk Değerlemesi

Senaryo

Senaryo, bir ofis binasının pazar değerinin hesaplanmasıdır. Bina yaklaşık 20 yaşında beş katlı bir bina olup, tek bir kiracıya kiralanmıştır. Kira kontratı üç yıl önce 10 yıllığına yapılmış; kira bedelinin kontratın beşinci yılında pazar kirasına göre gözden geçirilmesi öngörülmüştür. Değerleme tarihinde sözleşmede belirtilen kira bedeli 280.000 PB²'dir ve bu tutar beş yıl boyunca aynı kalacaktır. Beşinci yılda yapılan gözden geçirmede kira bedeli pazar kirasına (PK) yükseltilecek ve bu yeni tutar da beş yıl boyunca aynı kalacaktır ("Eski Sahibine İntikal").

Konaklama için cari pazar kirası 300.000 PB'dir (PK).

İndirgeme Oranları

Nakit akışları nominal rakamlara dayanmaktadır. Pazarda gerçekleşen güncel işlemlerin analizine göre, cari pazar kapitalizasyon oranı %7'dir (k). Bu oran, aynı pazarda son dönemde satılmış olan benzer taşınmazların ilk getirilerinin, binanın kalitesi ve konumu, kiracının kalitesi ve kiralama koşullarından kaynaklanan gelecekteki gelirin maruz kalabileceği benzer riskler için gerekli düzeltmeler yapılmak suretiyle analizinden türetilmiştir. Kapitalizasyon oranı, pazar katılımcılarının %2'lik yıllık ortalama büyüme oranı beklentilerini yansıtmaktadır.

Tahmin Dönemi

Değerlemede, kalan kira süresi (yedi yıl) için nakit akışına bakılmaktadır. İki yıl içinde yapılan bir gözden geçirme ve yedinci yılın sonunda yapılan varsayımsal bir satış ("Satış") bu sürece dahildir. Kira bedelinin üç ayda bir alınmasından dolayı, nakit akışları 28 çeyrek dönem olacak şekilde çeyrek dönemler itibarıyla analiz edilmektedir. Buna karşılık gelen üç aylık hedef getiri oranı %2,18'dir (yıllık bileşik %9).

Devam Eden Değer

Yedi yıllık süre içindeki devam eden değer, sekizinci yılın başındaki beklenen yıllık kira bedelinin %7'lik bir çıkış verimi üzerinden kapitalize edilmesi ile hesaplanmıştır. Herhangi bir indirgeme oranı seçiminde olduğu gibi, her bir durumla ilgili bilgilere gereken özen gösterilmeli ve tahmini nakit akışları ile ilgili riskler dikkatli bir şekilde değerlendirilmelidir.

² "PB", para birimidir.

TAŞINMAZ MÜLKİYETİ (Büyümeli)

GİRDİLER

Yıllık Hedef Getiri Oranı (Gerekli Getiri Oranı - e)	9,00% Nominal
Üç Aylık Hedef Getiri Oranı (Gerekli Getiri Oranı)	2,18%
Yıllık Tüm Risk Verimi (Kapitalizasyon Oranı - k)	7,00% Nominal
Yıllık Çıkış Verimi (Gelecek Kapitalizasyon Oranı - ey)	7,00% Nominal
Yıl sayısı	7
Kira Bedeli Gözden Geçirme Kalıbı	5
Beklenen Yaklaşık Yıllık Büyüme (e-k)	2,00%
Alıcının Maliyetleri	6,00%
Sözleşmede Yazılı Kira Bedeli (000)	280 (yıllık) 70 (çeyrek)
Pazar Kira Bedeli BUGÜN (000)	300 (yıllık) 75 (çeyrek)
GÖZDEN GEÇİRME TARİHİNDEKİ Pazar Kirası (000)	312 (yıllık) 78 (çeyrek) Yıllık %2,00 büyüme
SATIŞ TARİHİNDEKİ Pazar Kirası (000)	345 (yıllık) Yıllık %2,00 büyüme

Tahmin Dönemi 1 (üç aylık)	Toplam (000)	Yıl 1				Yıl 2															
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8												
Dönem Geliri		70	70	70	70	70	70	70	70												
Vade Boyunca Nakit Akışları		70	70	70	70	70	70	70	70												
Bugünkü Değer Faktörü @ %2,18		1	0,98	0,96	0,94	0,92	0,9	0,88	0,86												
Bugünkü Değer Tutarı	520	70	68,5	67,1	65,6	64,2	62,9	61,5	60,2												
Tahmin Dönemi 2 (üç aylık)		Yıl 3				Yıl 4				Yıl 5				Yıl 6				Yıl 7			
		Q9	Q10	Q11	G12	Q13	Q14	Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20	Q21	Q22	Q23	G24	Q25	Q26	Q27	Q28
Eski Sahibine İntikal Geliri		78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Vade Boyunca Nakit Akışları		78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Bugünkü Değer Faktörü @ %2,18		0,84	0,82	0,81	0,79	0,77	0,76	0,74	0,72	0,71	0,69	0,68	0,66	0,7	0,64	0,62	0,61	0,6	0,58	0,57	0,56
Bugünkü Değer Tutarı	1,078	65,7	64,3	62,9	61,5	60,2	59	57,6	56,5	55,2	54,1	52,9	51,8	51	49,6	48,5	47,5	46,5	45,5	44,5	43,6
Devam Eden Değer																					
Kiralama süresi sonunda yıllık kira bedeli (8. yıl)				345	Yıllık Kira Bedeli																
Yıllık Kapitalizasyon Oranı @ %7,00				14,3																	
				4,93																	
Bugünkü Değer @ %9,00				0,55																	
Satış Tarihinde Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri		2,697																			
Maliyetler Öncesi Toplam Değer		4,295																			
Alıcı maliyetleri için düzeltme @ pazar değerinin %6'sı		243,1																			
Cari Pazar değeri (000)		4,052																			

Not

Tahmin dönemi için benimsenen indirgeme oranları ve devam eden değer, alıcının maliyetleri düşülmüş net pazar getirilere dayanması nedeniyle alıcının maliyetleri indirim konusu yapılır. Bu maliyetler, işlem için alınan ücretleri, komisyonları ve geri alınamaz işlem vergilerini içermektedir. Net getirilerin söz konusu olmadığı bir pazardaki taşınmazın değerlemesinde ise, bu indirimin yapılması uygun olmayacaktır.

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 2 - İşletme Değerlemesi

Giriş

Aşağıda yer verilen dört basitleştirilmiş örnekte, İNA yöntemi kullanılarak hesaplanan işletme veya özsermaye değerinin, nakit akış projeksiyonlarının FSNA, ÖSNA veya reel veya nominal tutarlar esas alınarak hazırlanmasından bağımsız olarak, teoride aynı sonuçlara ulaşıldığı gösterilmektedir. Her ne kadar teoride durum buysa da, uygulamada, kullanılan nakit akışı türü işletmenin niteliğine veya varlığın türüne ve faaliyet gösterdiği pazara bağlıdır. Paragraf 40'ta da belirtildiği üzere, birtakım varsayımlarına dayanan bilgilerin başka veri varsayımlarıyla kullanılacak şekilde düzeltmeye tabi tutulması tavsiye edilmemektedir (örneğin, girdilerin, pazar katılımcıları tarafından ilgili koşullarda kullanılan normlarla ve değerlendirme amacıyla tutarlı olması gerekir). Ayrıca, örneklerde devam eden değerlerin tespitinde hem bir sabit büyüme modeline dayanıldığı hem de çıkış çarpanı varsayımında bulunulduğu dikkate alınmaktadır.

Senaryo

Bu senaryoda, değerlemeyi gerçekleştiren, gıda ürünleri dağıtımı yapan bir işletmenin pazar değerini İNA yaklaşımını kullanarak tahmin etmektedir. İşletme yönetimi, hem işletme değerinin hem de özsermaye değerinin belirlenmesini talep etmiştir.

İşletme yönetimi, ilk yılda 200 milyon PB tutarında hasılat elde etmeyi ve her yıl %20 seviyesinde faiz, vergi ve amortisman/itfa öncesi faaliyet karı (FAVÖK) marjıyla faaliyet göstermeyi planlamaktadır. Hasılatın, dört yıl süreceği varsayılan kesin tahmin dönemi boyunca yıllık %4 oranında büyüyeceği tahmin edilmekte, bundan sonra işletmenin kazançlarının istikrarlı hale geleceği öngörülmektedir. Amortismanın, hasılatın %2,5'i seviyesinde olacağı tahmin edilmekte, sermaye yatırımının amortismanına eşit olacağı varsayılmakta (bu örnekte sermaye yatırımının kısa faydalı ömrü dikkate alınmıştır) ve işletme sermayesinin hasılatın %2'si seviyesinde olacağı beklenmektedir. Tahmin dönemi boyunca uzun vadeli kurumlar vergisi oranının %23 seviyesinde olacağı varsayılmaktadır. İşletmede tahminler, uzun vadeli enflasyon oranının yıllık %4 olacağı varsayımı altında hem nominal hem de reel olarak dikkate alınmaktadır.

Değerlemeyi gerçekleştiren, uygun bir devam eden değer belirlerken kesin tahmin dönemi sonrası için %4'lük sabit bir büyüme oranı varsayımında bulunmuştur. Değerlemeyi gerçekleştiren, standardize edilmiş ve ileriye dönük (vadeli) çarpanları dikkate almak suretiyle 12,2'nin uygun bir çıkış çarpanı olduğuna kanaat getirmiştir.

Değerleme tarihinde, Paragraf 27'de tanımlanan SVFM kullanılarak %9,5'lik bir nominal AOSM belirlenmiştir. AÖ3'de AOSM'yi destekleyici detaylı bir hesaplamaya yer verilmektedir. Bu oran, %5,5'lik bir reel AOSM'ye karşılık gelmektedir.

Örnek 1 - FSNA (Vergi sonrası/nominal nakit akışları, sabit büyümeli devam eden değer)					
Milyon PB					
Yıl	1	2	3	4	Devam Eden Değer
Hasılat	200	208	216	225	234
FAVÖK	40	41,6	43,3	45	46,8
(-) Amortisman	-5	-5,2	-5,4	-5,6	-5,8
FVÖK	35	36,4	37,9	39,4	41
Vergi	-8,1	-8,4	-8,7	-9,1	-9,4
(+) Amortisman	5	5,2	5,4	5,6	5,8
Sermaye Harcaması	-5	-5,2	-5,4	-5,6	-5,8
İşletme Sermayesi Değişimi	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
FSNA	26,7	27,3	29,1	30,1	31,4
Devam Eden Değer					570,9
İndirgeme dönemi	1	2	3	4	4
İndirgeme faktörü	0,91	0,83	0,76	0,7	0,696
Bugünkü Değer	24,4	23,2	22,1	20,9	397,1
İşletme Değeri	488				
(-) Borcun pazar değeri	-244				
ÖzSermaye Değeri	244				
Önemli Varsayımlar					
FAVÖK Marjı	20,00%				
Vergi	23,00%				
AOSM	9,50%				
Devam Eden Değer Büyümesi	4,00%				

Örnek 2 - FSNA (Vergi sonrası/nominal nakit akışları, çıkış çarpanlı devam eden değer)					
Milyon PB					
Yıl	1	2	3	4	Devam Eden Değer
Hasılat	200	208	216	225	234
FAVÖK	40	41,6	43,3	45	46,8
(-) Amortisman	-5	-5,2	-5,4	-5,6	
FVÖK	35	36,4	37,9	39,4	
Vergi	-8,1	-8,4	-8,7	-9,1	
(+) Amortisman	5	5,2	5,4	5,6	
Sermaye Harcaması	-5	-5,2	-5,4	-5,6	
İşletme Sermayesi Değişimi	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
FSNA	26,7	27,8	29	30,1	
Devam Eden Değer					571
İndirgeme dönemi	10	2	3	4	4
İndirgeme faktörü	0,91	0,83	0,76	0,7	0,696
Bugünkü Değer	24,4	23,2	22,2	20,9	397,4
İşletme Değeri	488,1				
(-) Borcun pazar değeri	-244,1				
ÖzSermaye Değeri	244				
Önemli Varsayımlar					
FAVÖK Marjı	20,00%				
Vergi	23,00%				
AOSM	9,50%				
Devam Eden Değer Büyümesi	4,00%				
Çıkış Çarpanı	12,2x				

**Örnek 3 - FSNA (Vergi sonrası/reel nakit akışları,
sabit büyümeli devam eden değer)**

Milyon PB					
Yıl	1	2	3	4	Devam Eden Değer
Hasılat	200	200	200	200	200
FAVÖK	40	40	40	40	40
(-) Amortisman	-5	-5	-5	-5	-5
FVÖK	35	35	35	35	35
Vergi	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1
(+) Amortisman	5	5	5	5	5
Sermaye Harcaması	-5	-5	-5	-5	-5
İşletme Sermayesi Değişimi	-	-	-	-	-
FSNA	26,9	26,9	26,9	26,9	26,9
Devam Eden Değer					489,1
İndirgeme dönemi	1	2	3	4	4
İndirgeme faktörü	0,95	0,9	0,85	0,81	0,807
Bugünkü Değer	25,5	24,2	22,9	21,7	394,7
İşletme Değeri	489				
(-) Borcun pazar değeri	-244,5				
Özsermaye Değeri	244,5				
Önemli Varsayımlar					
FAVÖK Marjı	20,00%				
Vergi	23,00%				
AOSM-reel	5,50%				

**Örnek 4 - ÖSNA (Vergi sonrası/nominal nakit akışları,
sabit büyümeli devam eden değer)**

Milyon PB					
Yıl	1	2	3	4	Devam Eden Değer
FSNA	26,7	27,8	29,1	30,1	31,4
(-) Faiz * (1-Vergi)	-13,3	-19,5	-20,3	-21,1	-22
(+) Yeni Borç	9,3	10,3	10,5	11	11,4
ÖSNA	17,7	18,6	19,2	20	20,8
Devam Eden Değer					284,9
İndirgeme dönemi	1	2	3	4	4
İndirgeme faktörü	0,9	0,81	0,73	0,65	0,652
Bugünkü Değer	15,9	15	13,9	13	185,8
Özsermaye Değeri	243,6				
(+) Borcun Pazar değeri	243,7				
İşletme Değeri	487,3				
Önemli Varsayımlar					
Vergi	23,00%				
Özsermaye Maliyeti	11,30%				
Devam Eden Değer Büyümesi	4,00%				

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 3 - AOSM Hesaplaması

AÖ2’de uygulanan AOSM ile ilgili hesaplamalara, SVFM ile yapılan özsermaye maliyeti hesaplamasıyla birlikte, aşağıda yer verilmiştir.

Değerleme tarihi itibarıyla, işletmenin yıllık %10’luk vergi öncesi faiz oranı üzerinden borç seviyesi, pazarla da tutarlı olarak, %50’dir. Güncel pazar koşulları, nominal risksiz getiri oranının 10 yıllık bir devlet tahvili referans alınarak %4, pazar risk priminin %5 ve varlık betasının pazardaki benzer varlıklar için gözlemlenen beta referans alınarak 0,6 olmasını gerektirmektedir. Söz konusu koşullarda işletmeye özgü %2’lik bir düzeltme yapılması da uygun görülmüştür.

Bu varsayımlar temel alındığında, nominal AOSM’nin %9,5 olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

AOSM Hesaplaması		Yorumlar
Girdiler		
Varlık Betası (kaldıraçsız özsermaye betası)	= 0,6	Benzer şirketlerin analizinden elde edilmiştir.
% Toplam Borç	= 50,00%	Sektördeki benzer şirketler referans alınmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	= 23,00%	Kurumlar Vergisi Oranı (yürürlükteki).
Risksiz Getiri Oranı	= 4,00%	Değerleme Tarihinde 10 yıllık devlet tahvili getirisi.
Pazar Risk Primi	= 5,00%	Gelişmiş ülkeler için geçerli yatırım ortamında kabul görmektedir.
Alfa	= 2,00%	Şirkete özgü risk
Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (SVFM)		
Risksiz Getiri Oran	= 4,00%	Değerleme Tarihinde 10 yıllık devlet tahvili getirisi
Kaldıraçlı Özsermaye Betası	= 1,06	= Varlık betası * (1 + ((1 – Vergi Oranı) * (Borç / Özsermaye)))
Pazar Risk Primi	= 5,00%	Gelişmiş ülkeler için geçerli yatırım ortamında uygun kabul görmektedir.
Alfa	= 20%	Şirkete özgü risk
Gerekli Özsermaye Getirisi	= 11,30%	= Risksiz Getiri Oranı + (Özsermaye betası x Pazar Risk Primi) + Alfa
AOSM		
Gerekli Özsermaye Getirisi	= 11,30%	Yukarıda hesaplanmıştır
Borcun Vergi Öncesi Maliyeti	= 10,00%	Benzer riske sahip şirketlerin toplam borçlarına uygulanan getiri oranı
% Toplam Borç	= 50%	Sektördeki benzer şirketler referans alınmıştır.
% Toplam Özsermaye	= 50%	1 - % Toplam Borç
Kurumlar Vergisi Oranı	= 23,00%	Kurumlar Vergisi Oranı (yürürlükteki)
AOSM	= 9,50%	= (%Özsermaye x Gerekli Özsermaye Getirisi) + (%Borç x (1-Vergi Oranı) x (Borcun Maliyeti))

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 4 - Olasılık-Ağırlıklı ve En Muhtemel Nakit Akışları

Giriş

Aşağıda yer verilen iki örnekte, bir işletme değerlemesi kapsamında, olasılık-ağırlıklı nakit akışlarının ve en muhtemel nakit akışlarının kullanımı ve her ikisi arasındaki farklılıklara yer verilmiştir. Örneklerin kısa ve basit olması için, nakit akışlarının türetilmesine ilişkin bütün işlemlere gösterilmemiştir. Bunun yerine, örneklerde işletme değerine indirgenecek olan FSNA’ya odaklanılmaktadır. Bu örneklere özel bir [AOSM](#) hesaplamasına da yer verilmektedir.

Senaryo

Bu senaryoda, değerlemeyi gerçekleştiren, işletme değerini İNA yaklaşımını kullanarak tahmin etmek üzere görevlendirilmiştir.

İşletmenin mevcut bir ürün grubunun belirli pazarlarda kısa bir süre içinde yasaklanma ihtimali söz konusu olup, mevcut yasal zorunlulukları yerine getirmek üzere bu grubun yerini alacak yeni bir ürün grubunun pazara sürülmesi planlanmaktadır. Yönetim, genel olarak işletmenin maruz kaldığı olumsuz etkinin başarılı bir şekilde bertaraf edilebileceği ve işletmenin bu ortamdan güçlü ve rekabetçi marjlar ile çıkabileceği konusunda iyimserdir. Yönetim, başarıya dayanan projeksiyonlardan oluşan bir yönetim planı da (veya baz senaryo) hazırlamıştır.

Yönetim, işletme tahminleri konusunda değerlemeyi gerçekleştirenle müzakere ettikten sonra, biri, işletmenin ürün grubunu pazardan çekmesinden ve olayın piyasadaki olumsuz yansımalarından kaynaklanan durumdan hızlı bir şekilde çıkamayacağını varsayan kötü; diğeri de, pazara sürdüğü yeni ürün grubunun pazarda kabul görmesi sonucunda daha yüksek marjlar elde edebileceğini varsayan iyi senaryo olmak üzere ilave senaryolar hazırlamıştır. Yönetim tarafından hazırlanan çeşitli senaryolar, kritik öneme sahip birinci yılda elde edilen satış seviyeleri ve takip eden yıllardaki hasılat, karlılık ve sermaye yatırımı oranları (örnekte bunlardan yalnızca FSNA'daki net kâr büyümesi gösterilmektedir) bakımından farklılık göstermektedir. Uzun vadeli enflasyon oranı yıllık %3,5 olarak belirlenmiştir. Nakit akışlarının dönem ortasında olduğu varsayımı kullanılmaktadır.

İndirgeme Oranı

İndirgeme oranının detayları ve varsayım kaynakları için AÖ3'e bakınız. Bu örnekte yer alan bazı varsayımlar göz önünde bulundurulmalıdır: işletmenin özsermaye betasının 1,5 olduğu varsayılmış; borç/özsermaye oranı 0,67 olarak dikkate alınmış (borç %40 ve özsermaye %60) ve alfa düzeltmesi yapılmamıştır.

Belirli durumlarda işletmenin büyüklüğü veya ülke riski için herhangi bir düzeltme yapmaya gerek yoktur. Ayrıca, olasılık-ağırlıklı nakit akışlarına AOSM'nin uygulanması; bir başka deyişle, olasılık-ağırlıklı nakit akışlarının, çeşitli muhtemel sonuçları temsil etmesi ve sistematik olmayan riski dikkate alması nedeniyle, indirgeme oranında ilave bir risk düzeltmesi (alfa) yapılmasına gerek yoktur. Bu nedenle, olasılık-ağırlıklı nakit akışlarına uygulanan %10'luk AOSM yalnızca sistematik riske açıklama getirmektedir.

Analiz

Değerlemeyi gerçekleştiren, işletme değerini tahmin etmek için yukarıda verilen üç senaryo temelinde olasılık-ağırlıklı FSNA'yı hesaplamakta ve %10'luk bir AOSM kullanarak bunun 737 PB olduğu sonucuna varmaktadır. Bkz. Örneğin Bölüm 1 kısmında yer verilen Olasılık-Ağırlıklı Nakit Akışları.

Karşılaştırma amaçlı olarak, başarıya dayanan bir senaryo olan yönetim planı (veya baz senaryo) için %10'luk bir indirgeme oranı uygulanırsa, ortaya çıkan işletme değeri 737 PB'lik sonuçtan yaklaşık %13 daha yüksek olacaktır (başka bir deyişle, işletmeye aşırı değerlendirilmiş olacaktır).

Yönetim planı için %11'lik bir indirgeme oranı uygulanırsa, ortaya çıkan işletme değeri, küçük bir sapma ile 737 PB'lik sonuç ile tutarlı olacaktır. Bu da, yönetim planının kullanılması halinde, projeksiyonlardaki sistematik olmayan risk için indirgeme oranı hesabında %1'lik (%11-%10) bir düzeltme anlamına gelmektedir. Bkz. Örneğin Bölüm 2 kısmında yer verilen En Muhtemel Nakit Akışları.

Yorum

İşletme senaryolarına atfedilecek olasılıklar türetilirken çeşitli olayların olabilirliğini değerlendirmek üzere sektör ve işletme deneyimleri kullanılabilir veya yönetime doğrudan bir değerlendirme yaptırılabilir. Söz konusu yönetim değerlendirme sürecinin en iyi şekilde yürütülebilmesi ve projeksiyonların daha fazla bilgiye ve gerçekçi değerlendirmeye dayandırılabilmesi için, üst düzeyde yapılacak bir değerlendirmeden ziyade, çeşitli belirsizliklerin detayına kadar inilmeli ve bunların nedenleri iyice anlaşılmalıdır. Bu yaklaşım, işletme projeksiyonları ile ilgili yönetimin bu sürecin yokluğunda gözden kaçırabileceği belirli hususları ve riskleri de ortaya çıkarabilir.

Alternatif olarak, en muhtemel veya başarıya dayanan nakit akışlarına uygulanabilecek bir indirgeme oranı, pazarda işlem gören ve aynı esasa oluşturulan tahmini nakit akışlarına sahip benzer varlık ve işletmeler için gözlemlenen getiri oranları ile karşılaştırılarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte, bu oranlar her zaman gözlemlenebilir olmayabilir.

Gerek çeşitli işletme senaryolarına atfedilecek olasılıklara ulaşılırken (olasılık-ağırlıklı nakit akışları kullanılırken) gerekse indirgeme oranındaki sistematik olmayan risk için düzeltme yapılırken (en muhtemel veya başarıya dayanan nakit akışları kullanılırken) bir nebze sübjektiflik söz konusu olsa da, işletmenin maruz kaldığı belirsizlikleri ortadan kaldırma süreci, daha sağlam ve savunulabilir risk ve değer değerlendirmeleriyle sonuçlanabilir.

1.OLASILIK-AĞIRLIKLI NAKİT AKIŞLARI

Yıl	Olasılık	1	2	3	4	Devam Eden Nakit Akışları Devam Eden Değer
Senaryo 1 – İyi Senaryo	10%					
ÖSNA		45	51,8	57	59,9	62
% büyüme			%15.0	%10.0	%5.0	%3.5
Senaryo 2 – Baz Senaryo	60%					
ÖSNA		45	50,4	55,4	58,2	60,2
% büyüme			%12.0	%10.0	%5.0	%3.5
Senaryo 3 – Kötü Senaryo	30%					
ÖSNA		30	31,5	33,1	34,4	35,6
% büyüme			%5.0	%5.0	%4.0	%3.5
Olasılık-Ağırlıklı ÖSNA						
ÖSNA		40,5	44,9	48,9	51,2	53
% büyüme			%10.9	%8.9	%4.7	%3.5
AOSM	10,00%					
Devam Eden Değer Büyümesi	3,50%					
AOSM	9,50%					
İndirgeme dönemi		0,5	1,5	2,5	3,5	3,5
İndirgeme faktörü		0,95	0,867	0,788	0,72	0,716
Bugünkü değer		38,6	38,9	38,5	36,7	583,8
İşletme değeri		737				

2.EN MUHTEMEL NAKİT AKIŞLARI

Yıl	1	2	3	4	Devam Eden Nakit Akışları/ Devam Eden Değer
Yönetim Planı – Baz Senaryo			1.		
ÖSNA	45	50,4	55,4	58,2	60,2
% büyüme		%12.0	%10.0	%5.0	%3.5
İndirgeme Oranı	%10.0	(a)			926,2
Devam Eden Değer Büyümesi	3,50%				
İndirgeme dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	3,5
İndirgeme faktörü	0,953	0,867	0,788	0,72	0,716
Bugünkü değer	42,9	43,7	43,7	41,7	663,2
İşletme değeri	835,2				
1 nolu tabloda bulunan işletme değerinden fark	13,40%				
İndirgeme Oranı	%11.0 (b)				802,7
Devam Eden Değer Büyümesi	3,50%				
İndirgeme dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	3,5
İndirgeme faktörü	0,949	0,855	0,77	0,69	0,694
Bugünkü değer	42,7	43,1	42,7	40,4	557,1
İşletme değeri	726				
1 nolu tabloda bulunan işletme değerinden fark	-1,40%				
Gizli Risk Düzeltmesi	%1 (b)-(a)				

AOSM Hesaplaması

SVFM

Risksiz Getiri Oranı = 4,00%

Kaldıraçlı Özsermaye Betası = 1,5

Pazar Risk Primi = 5,00%

Alfa = 0,00%

Gerekli Özsermaye Getirisi = 11,50% = Risksiz Getiri Oranı + (Özsermaye betası x Pazar Risk Primi) + Alfa

AOSM

Gerekli Özsermaye Getirisi (K_e) = 11,50%

Borcun Vergi Öncesi Maliyeti (K_d) = 10,00%

% Toplam Borç = 40%

% Toplam Özsermaye = 60%

Kurumlar Vergisi Oranı (T) = 23,00%

AOSM = 10,50% = (K_e x Toplam özsermaye) + (%toplam borç x (1-T) x K_d)

TEKNİK BİLGİ NOTU (TBN) – 2 MADDİ VARLIKLAR İÇİN

MALİYET YAKLAŞIMI

Giriş

1. Maliyet yaklaşımı, Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi'nde tanımlanan üç temel değerlendirme yaklaşımından biridir.
2. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.
3. Bu yaklaşım, pazardaki bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, değerlemesi yapılan varlığa ödeyeceği fiyatın, eşdeğer bir varlığın ister satın alma ister yapım yoluyla maliyetinden fazla olmayacağını ifade eden ikame ilkesine dayanmaktadır.
4. Bu TBN'de maliyet yaklaşımının taşınmaz mülkiyeti, tesis veya ekipman gibi maddi varlıkların değerlemesinde uygulanmasına ilişkin olarak kullanılan yöntemler incelenmektedir. Maliyet yaklaşımının maddi olmayan varlıkların ve finansal araçların değerlemesinde uygulanması diğer TBN'lerde ele alınmaktadır.
5. Bu TBN'de ele alınan maddi varlıklar için maliyet yaklaşımı uygulaması tarif edilirken genellikle "itfa edilmiş ikame maliyeti yöntemi" terimi kullanılmaktadır. Maliyet yaklaşımı, toplama yöntemini kullanırken de diğer yaklaşımlarla birlikte veya bunlar olmaksızın sıklıkla kullanılmaktadır.
6. Bu TBN'deki genel ilkeler genel anlamda kamudaki veya özel sektördeki varlıklar için geçerli olmakla birlikte, belirli bir kamu hizmetine özel varlıklara maliyet yaklaşımının uygulanması ile ilgili özel hususlar bu bilgi notunun kapsamı dışındadır.
7. Aksi belirtilmediği sürece, bu TBN'de ele alınan hususlar belirli bir amaçla yapılan değerlemelerle sınırlı değildir. Okuyucular, finansal raporlama amaçlı değerlemelerle ilgili kılavuzlara UDS 300 Finansal Raporlama Amaçlı Değerleme standardından ulaşabilir. Okuyucular, teminatlı borçlanma işlemlerinde taşınmaz mülkiyet değerlemeleri ile ilgili kılavuzlar için ise, UDS 310 Teminatlı Borçlanma İşlemlerinde Taşınmaz Mülkiyet Hakları Değerlemesi standardına bakmalıdır.

Tanımlar

8. Aşağıda tanımlanan kelime ve terimler, maliyet yaklaşımı ile özellikle ilgilidir ve bu TBN’de yer almaktadır. Listenin kısa tutulması amacıyla aşağıda yer verilmemiş olmakla birlikte, Uluslararası Değerleme Terimleri Sözlüğü’nde tanımlanan diğer kelime ve terimlerden de faydalanılabilir.

Dışsal Yıpranma

Varlık harici ekonomik veya mahallî faktörler nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.

Ekonomik Ömür

Bir varlıktan ekonomik fayda sağlanmasının beklendiği toplam süredir.

Ekonomik Yıpranma

Özellikle bir varlık tarafından üretilen ürünlerin arz veya talebinde meydana gelen değişiklikler ile ilgili faktörler gibi, varlık harici faktörler nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.

Fayda

Bir varlığın işe yarama derecesinin bir ifadesidir.

Fiziksel Yıpranma

Bir varlığın veya bileşenlerinin yaşı ve olağan kullanımı sonucunda fiziksel bozulmaya maruz kalması nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.

İkame Maliyeti

Eşdeğer fayda sağlayan benzer bir varlığın cari maliyetidir.

İşlevsel Yıpranma

Değerlemeye konu varlığın, ikamesine nazaran verimsiz olması nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.

İtfa Edilmiş İkame Maliyeti Yöntemi

Bir varlığın cari ikame maliyetinden fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği, maliyet yaklaşımının kapsamına dâhil olan yöntemdir.

Modern Eşdeğer Varlık

Benzer işlev ve eşdeğer fayda sağlamakla birlikte, değerlemeye konu varlığa göre güncel bir tasarıma sahip olan ve güncel malzeme ve teknikler kullanılarak inşa edilmiş veya yapılmış olan bir varlıktır.

Toplama Yöntemi

Bir varlığın bileşenlerinin her birinin değeri toplanarak elde edilen, varlığın tamamının gösterge niteliğindeki değerinin belirlendiği değerlendirme yöntemidir.

Yeniden Üretim Maliyeti

Varlığın aynısının üretilmesi için gerekli cari maliyettir.

Yıpranma

Fiziksel bozulma, teknolojiye meydana gelen değişiklikler, talep kalıpları veya çevresel değişiklikler nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.

Değer Esasları

9. Maliyet yaklaşımı gösterge niteliğindeki değer çeşitli esaslara dayanılarak belirlenmesi için kullanılabilir. Değerlemenin, pazar değeri veya finansal raporlama amaçlı makul değer gibi bir pazar esasıyla gerçekleştirilmesi gerekiyorsa, maliyet yaklaşımı tipik bir pazar katılımcısının tümdengelim süreci aynen takip edilerek uygulanmalıdır.
10. Örneğin ikame maliyeti, varlıktan beklenen fayda seviyesi, farklı yıpranma türlerine ilişkin değerlendirme ve ölçümler ve amortisman kalıpları, mümkün olduğunca pazar gözlemlerine ve pazar katılımcılarının görüşlerine dayandırılmalıdır. Ekonomik yıpranmanın, genellikle tipik bir pazar katılımcısı örneğini teşkil etmeyebileceği de dikkate alınarak, yalnızca mevcut sahibinin finansal performansına değil, ilgili sektöre ait ölçülere dayanması özellikle önemlidir.
11. Pazara dayalı bir değer esası gerekliyse, değerlemeye konu varlığın en etkin ve verimli kullanımının mevcut mu yoksa alternatif bir kullanım için mi olduğu da dikkate alınmalıdır. Varlığın alternatif bir kullanım için daha yüksek değere sahip olma potansiyeli varsa, maliyet yaklaşımı pazar değerinin ölçümü için uygun olmayabilir. Bunun nedeni, bir piyasa katılımcısının, mevcut varlığın ikame maliyetinden ziyade, alternatif kullanımından elde edebileceği ekonomik faydaları dikkate alabilecek olmasıdır.
12. Değerlemenin, yatırım değeri gibi işletmeye özgü bir değer esası ile gerçekleştirilmesi gerekiyorsa, maliyet girdisi, işletmenin varlığı ikame ederken katlanacağı maliyete dayanmaya devam edecektir. Dolayısıyla, işletmenin ikame varlığı diğer pazar katılımcılarından daha düşük bir maliyetle edinebileceği veya içinde bulunduğu duruma özgü faktörlerden dolayı daha yüksek

maliyetlere katlanabileceği bir durum söz konusu değilse, maliyet girdisi, pazar değeri için yapılacak maliyet hesaplamasından farklı olmayacaktır. Ancak, işletmenin söz konusu varlığı fiilen kullanma deneyimleri ve gelecekteki kullanma niyetleri yıpranma ölçümünde önemli bir fark yaratabilir.

13. Diğer değer esaslarının kullanımı, tarife belirlemeye ve diğer yasal amaçlara ilişkin düzenlemelere tabi tekel varlıklarda olduğu gibi, genellikle şart koşulmaktadır. Bunlar arasında, su ve atık su altyapısı, doğal gaz boru hatları ve dağıtım ağları, elektrik santralleri, demiryolu altyapısı, telefon ağları, vb. varlıklar yer almaktadır. Bu varlıklar için esasen maliyet yaklaşımının, ancak, genelde yıpranmanın tüm biçimlerini kapsamayacak şekilde, kullanılmasını şart koşmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı Ne Zaman Kullanılır?

14. Maliyet yaklaşımı, bir varlığın spesifik bir amaca yönelik olma niteliği, tasarımı veya konumu nedeniyle sınırlı sayıda işleme konu olması ya da varlığın kendisinin nakit akışı üretmemesi veya varlık ile ilişkili nakit akışlarının bu varlığın kullanıldığı faaliyet biriminden ayrıştırılamaması halinde uygulanır. Bu itibarla, pazar veya gelir yaklaşımının uygulanmadığı hallerde temel değerlendirme yaklaşımı olarak genellikle maliyet yaklaşımı kullanılmaktadır.
15. Spesifik bir amaca yönelik olarak değerlendirilebilecek bir varlık için otomatik olarak maliyet yaklaşımının benimsenmesi gerektiği sonucu çıkarılmamalıdır. Uygulanmaları mümkün olduğu müddetçe gelir veya pazar yaklaşımları temel yöntemler veya çapraz kontrol yöntemleri olarak düşünülmelidir.
16. Maliyet yaklaşımı, yeni bir varlığın yapımının önerilmesi veya bir varlığın kısa bir süre önce yapılmış olması halinde de uygulanabilir.
17. Değerlemeye konu edilen varlık atıl veya demode ise, maliyet yaklaşımı dikkatli bir şekilde uygulanmalıdır. Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, belli bir varlık için, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı temel prensibine dayanır. Söz konusu varlık herhangi bir faydaya sahip değilse, alıcı bu varlığı yeniden oluşturmayacak; dolayısıyla da değeri çok düşük (hurda değerini yansıtmak adına) veya sıfır olabilecektir.

İkame Maliyeti ve Yeniden Üretim Maliyeti

18. Başlangıç girdisi olarak bir varlığın ikame maliyeti de yeniden üretim maliyeti de kullanılabilir. Ancak teoride, varlıktan elde edilen faydanın birebir aynısının sağlanmasına dayandığı için, bir pazar katılımcısının ödeyeceği fiyatın belirlenmesi ile alakalı olan maliyet ikame maliyetidir. Ekonomik değeri belirleyen normalde varlığın fiziksel özellikleri değil, faydası veya

işlevselliğidir. Ayrıca, ikame maliyetinin bir modern eşdeğer varlık için kullanılması, söz konusu varlık ile alakalı işlevsel yıpranmanın belirli yönlerine işaret etmektedir. Fakat bazı durumlarda, varlığın faıdasını ikame etmenin tek yolu, bu varlığı satın almak veya yeniden üretim maliyeti kullanılmak üzere varlığın kopyasını yapmaktır.

19. Pratikte bunların seçimi:

- varlığın yapısına,
- karşılaştırılabilir maliyet verilerinin niteliğine ve
- değerlemenin amacına

bağlıdır.

Bu seçim ayrıca, pazar katılımcılarının değerlemeye konu varlığa alternatif olarak bir modern eşdeğer varlığı mı dikkate almaları yoksa varlığın birebir aynısını mı talep etmelerinin daha muhtemel olduğuna bağlıdır. İkame maliyetinin yeniden üretim maliyetinden daha düşük olabildiği bazı durumlarda ikame maliyeti kullanılmalıdır.

20. Bir varlığın mevcut tasarımı ve özellikleri sahibine sağlayacağı faydanın ayrılmaz bir parçası ise, eşdeğer faıda yalnızca söz konusu varlığın yeniden üretilmesi ile sağlanabilir. Tasarımın işlevsellikten daha önemli olduğu sembolik bir bina örneğinde vücut bulabilir. Böyle durumlarda, yeniden üretim maliyeti daha geçerlidir. Uygulamada ise bu durumlara oldukça nadir rastlanılmaktadır.

21. İkame maliyeti ile yeniden üretim maliyetinden hangisi kullanılırsa kullanılsın, aralarındaki ayrıma dikkat edilmeli ve tüm değerlendirme girdilerinin yapılan seçim ile tutarlı olması sağlanmalıdır.

İkame maliyeti

22. İkame maliyeti, değerleme tarihi itibarıyla, yeni bir modern eşdeğer varlığı yapmak veya satın almak için katlanması gereken tahmini maliyettir. İkame maliyetinin tahmininde atılacak ilk adım, varsayımsal bir alıcının değerlemeye konu varlığın alternatifi olarak gördüğü modern eşdeğer varlığın yapısının belirlenmesidir. Bunun için, söz konusu varlığın sunduğu faıdanın veya işlevselliğin anlaşılması gerekir. Maliyet yaklaşımının altında yatan kavram, bir alıcının söz konusu varlık için ne ödemesi gerektiğini düşünürken, aynı faıdayı sağlayabilen bir alternatifi satın alma veya oluşturma maliyetini göz önünde bulundurmasıdır.

23. Pazar değeri için, söz konusu varlığın faıdasına bir pazar katılımcısı açısından bakılmalıdır. İşletmeye özel değer için ise, söz konusu varlığa işletme kriterleri açısından bakılmalıdır. Ölçü, varlığa sahip olunması sonucu elde edilebilecek ekonomik veya diğer faydalardır.

24. Varlığın yeni olduğu ya da kısa bir süre önce yapıldığı veya satın alındığı durumlar haricinde, değerlendirme konusu varlık genellikle atıl durumda olan ya da artık ekonomik veya başka bir fayda sağlamayan özelliklere sahiptir. Varsayımsal alıcı bu özellikler için ödeme yapmayacağından, bu özellikler, değerlendirme konusu varlık ile karşılaştırılan modern eşdeğer varlığın belirlenmesinde rol oynamayacaktır.
25. Basiretli bir alıcı, değerlendirme konusu varlığın sunduğu hizmet potansiyelinin en düşük maliyet ile nasıl ikame edileceğini belirlemeye çalışacaktır.

Yeniden Üretim Maliyeti

26. Yeniden üretim maliyeti, değerleme tarihi itibarıyla, varlığın tüm kusurları da dâhil olmak üzere, aynı malzemeleri, inşaat tekniklerini, kaliteyi ve tasarımı kullanarak mümkün olduğunca birebir aynısını yapmak için katlanması gereken tahmini maliyettir. Malzeme veya tekniklerin artık mevcut olmaması gibi nedenlerle bunun yapılamaması halinde, değer esası olarak yeniden üretim maliyetini kullanmaktansa, söz konusu varlığın mevcut en yakın eşdeğerinin maliyetini kullanmanın daha uygun olup olmadığı hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Maliyet Unsurları

27. Hem ikame maliyeti hem de yeniden üretim maliyetinin, eşdeğer fayda sağlayan bir varlık oluşturmak isteyen tipik bir pazar katılımcısının katlanacağı tüm maliyetleri kapsamalıdır. Bu maliyetler, değer esasına ve ilgili varsayımlara bağlı olarak değişkenlik gösterecektir. Örneğin, bir faaliyet biriminin parçası olarak çalışma yerinde değerlemeye tabi tutulan makineler için maliyet yaklaşımı uygulanırsa, kurulum maliyeti yansıtılacaktır. Aynı makine yerlerinden sökülebilecek ayrı ayrı parçalar halinde değerlemeye tabi tutulursa, kurulum maliyeti göz ardı edilecektir.
28. Dikkate alınması gereken maliyet unsurları taşınmaz mülkiyeti ile tesis ve ekipman için farklılık gösterecektir. Dikkate alınması gereken ortak unsurlara ise aşağıdaki listede yer verilmektedir:
- malzemeler,
 - yapımda veya kurulumda kullanılan işçilik,
 - nakliye maliyetleri,
 - kurulum maliyetleri,
 - tasarım, izin, mimari, yasal ve diğer profesyonel maliyetler,
 - mühendislik, tedarik ve yapım yönetimi maliyetleri,
 - geri kazanılamayan vergiler,
 - yapım dönemindeki finansman maliyetleri.

Taşınmaz mülk maliyetleri:

- pazarlama, satış veya finansal kiralama komisyonlarını
- yapım tamamlandıktan sonra ancak istikrarlı doluluk oranlarına ulaşıncaya kadar taşınmaz mülkü elde tutma maliyetini

de içerebilir.

29. Maliyetler direkt ve endirekt maliyetler olarak sınıflandırılabilir. Direkt maliyetler genellikle işçilik ve malzeme ile ilgilidir. Endirekt maliyetler ise diğer tüm maliyetlerdir. Ancak, maliyetlerin bu şekilde iki başlık altında yapıla sınıflandırma değiştirilebilir.

30. Finansman maliyetlerinde aşağıdakiler dikkate alınmalıdır:

- benzer yapım projeleri ile iştirak eden pazar katılımcıları için kullanılan borç/özsermaye oranları ve borcun maliyeti. Yapım sırasında faiz yalnızca toplam yapım maliyetinin borç ile finanse edilen kısmı karşılığında hesaplanır,
- benzer projeler için tipik yapım süreleri. Bu, faiz maliyetlerinin katlanılacağı azami süreyi belirler,
- benzer projeler için varsayılan yapım süresi boyunca borç imkanlarının kullanım planı. Tahsis edilen borcun tümünün yapım projesinin başında genellikle kullanılmaması nedeniyle, toplam faiz maliyetinin proje süresindeki tutarının hesaplanması için borç kullanımının yaklaşık zamanlamasının yansıtılması gerekmektedir.

31. Eşdeğer bir varlığın normalde borçla finanse edilerek oluşturulmasının gerekmediği durumlarda dahi, pazar katılımcısının varlığın oluşturulması için gerekli süre boyunca maliyetleri finanse etmek için kendi sermayesini kullanması sonucunda ortaya çıkan fırsat maliyeti dikkate alınmalıdır.

32. Alternatif bir varlığı oluşturma maliyetlerinin üçüncü taraf tedarikçiler veya yüklenicilerce uygulanan ya da teklif veya tahmin edilen fiyatlardan elde edilmesi halinde, bunların talep ettiği kâr düzeyi bu fiyatlara dâhil edilecektir. Özellikle karmaşık varlıklar için, proje yönetimi veya koordinasyon ücretleri ödenek ayrılması gerekebilir. Bir varlığın, sahibi tarafından kendi kullanımı için oluşturulması halinde, sahibinin katlandığı fırsat maliyetlerinin veya projeyi üstlenmesi sonucu aldığı risklerin yansıtılması amacıyla bir ilave yapmak uygun olabilir.

33. Varlık borçtan ziyade özsermaye finansmanı ile oluşturulan bir varlıksa, varlığı yeterli bir özsermaye verimliliği sağlamak için ikame ederken katlanılacak net maliyetlerin üzerindeki bir kâr tutarının hesaba katılması uygun olacaktır.

34. Değerleme konusu varlığı (veya karşılaştırılabilir referans bir varlığı) oluştururken katlanılan fiili maliyetler mevcut olabilir ve bunlar varlığın *ikamesi* ile ilgili bir gösterge sunabilir. Ancak,
- bu maliyete katlanıldığı tarih ve *değerleme tarihi* arasındaki maliyet dalgalanmaları ve
 - maliyet verilerine yansıtılmasına rağmen varlığın eşdeğeri oluşturulurken ortaya çıkmayacak olan istisnai maliyetler ya da tasarruflar
- için uygun düzeltmeler yapılmasına dikkat edilmelidir.
35. Bir varlığı yenilerken veya iyileştirirken yapılan sermaye harcamasını, bu varlığın tamamının *ikame maliyetinin* bir göstergesi olarak kullanırken dikkat edilmelidir, zira bunlar genellikle, varlığın tamamının ikamesi halinde katlanılmayacak olan, asıl varlığın tadilatı veya adaptasyonu ile ilgili maliyetleri de içermektedir. Ancak, böyle bir harcama bir varlığın beklenen *ekonomik ömrünü* uzatabilir.
36. Bir işletmenin finansal kayıtlarında yer alan maliyetler ikame veya *yeniden üretim maliyeti* için güvenilir bir kılavuz olmayabilir, zira bu hesaplar değerleme konusu varlığın satın alınmasına, kurulumuna ve hizmete sokulmasına atfedilenlerden başka maliyetler içerebilir. Örneğin, bu maliyetler, bir varlığı ilk oluşturma maliyetinden ziyade, bu varlığa işletme birleşmesi sonrasında veya geçmiş bir satın alma işleminde atfedilen maliyetleri temsil edebilirler.

Amortisman

37. Amortisman kavramı, *maliyet yaklaşımı* kapsamında, değerleme konusu varlığın maruz kaldığı herhangi bir *yıpranma* etkisini yansıtmak amacıyla, aynı *faydaya* sahip bir varlığı oluşturmak için katlanılacak tahmini maliyette yapılan düzeltmeleri ifade etmektedir. Bu anlam, kavramın, genellikle sermaye harcamasının zaman içinde sistematik olarak itfa edilmesi anlamında kullanıldığı, finansal raporlamadaki¹ veya vergi mevzuatındaki anlamından farklıdır.
38. Amortisman düzeltmeleri genelde aşağıdaki *yıpranma* türleri için dikkate alınmaktadır:
- *fiziksel yıpranma,*
 - *işlevsel yıpranma,*
 - *ekonomik yıpranma.*
39. Bazı ekonomik veya dışsal *yıpranma* türleri dışında, *yıpranma* türlerinden çoğu, değerleme konusu varlık ile tahmini ikame veya *yeniden üretim maliyetinin* esas olarak kullanıldığı varsayımsal varlık arasında karşılaştırma yapmak suretiyle ölçülür.

¹ UDS 300 G8-G17 nolu paragraflara bakınız.

Fiziksel Yıpranma

40. Fiziksel yıpranma, bir varlığın veya bileşenlerinin yaşı ve olağan kullanımı sonucunda fiziksel bozulmaya maruz kalması nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan fayda kaybıdır.
41. Bazı fiziksel yıpranmalar geçicidir, bir başka deyişle bakım ve onarım ile düzeltilebilir veya iyileştirilebilir. Fiziksel yıpranmayı gidermek için katlanılan maliyet, maliyete eşit veya maliyetten yüksek bir değer artışı ile sonuçlanıyorsa ya da fiziksel yıpranmanın giderilmesi mevcut diğer kalemlerin değerlerini muhafaza etmesine imkân tanıyorsa, fiziksel yıpranma geçicidir. Geçici fiziksel yıpranma genellikle ertelenen bakım süreçleri sonucunda ortaya çıkmaktadır. Geçici fiziksel yıpranmanın ölçüsü, giderme maliyetidir.
42. Bazı fiziksel yıpranmalar ise, varlığın durumundaki bozulmanın hiçbir suretle ya da maliyet etkin bir şekilde giderilemediği için kalıcıdır. Kalıcı fiziksel yıpranmalar, fiziksel yıpranma için yapılan düzeltmenin, toplam beklenen ömrün kullanım oranına eşdeğer olması sağlanacak şekilde, varlığın yaşı, beklenen toplam ve kalan ömrü göz önünde bulundurularak ölçülebilir. Bazı durumda, varlığın gerçek yaşından ziyade efektif yaşını kullanmak daha uygun olabilmektedir. Efektif yaş varlığın durumunu ve faydasını yansıtmaktadır. Örneğin bir varlığın bakımı düzgün bir şekilde yapılmamışsa, bu varlığın efektif yaşı, değerleme tarihindeki gerçek yaşından daha büyük olabilir ya da bir bina yenilenmişse, bu binanın efektif yaşı, değerleme tarihindeki gerçek yaşından daha küçük olabilir. Ekonomik ömür, bir varlığın ekonomik fayda sağlamasının beklendiği toplam süredir. Fiziksel bozulma hızı sabit olabileceği gibi varlığın ömrü boyunca değişiklik de gösterebilir. Bu durum, değerlendirme konusu varlığın ömrünün değişik aşamalarında farklı yoğunluklarda kullanılmasından kaynaklanabilir.
43. Fiziksel yıpranma genellikle değerleme tarihinde toplam beklenen ömrün kullanım oranına göre ölçülmektedir. Yeni bir varlığın beklenen toplam ömrünün on beş yıl olduğu; ancak, varlığın değerleme tarihinde beş yaşında olduğu durumda varlığın kalan ömrünün on yıl olduğu anlaşılır. Bir varlığın fiziksel ve ekonomik ömrü birbirinden ayrıştırılabilir.
44. Fiziksel ömür, varlığın hurdaya ayrılmadan veya ekonomik olarak onarılamaz bir hale gelmeden önce, rutin bakımlar dikkate alınarak, ancak tadilat ve yeniden yapım potansiyeli göz ardı edilerek, kullanılabileceği süreyi ifade etmektedir. Fiziksel ömür, varlığın maruz kaldığı fiziksel yıpranmanın derecesini yansıtır.
45. Ekonomik ömür, varlıktan finansal getirinin veya mevcut kullanımı dâhilinde finansal olmayan bir faydanın elde edilmesinin beklendiği süreyi ifade etmektedir. Ekonomik ömür, varlığın maruz kaldığı işlevsel veya ekonomik yıpranmanın derecesinden etkilenmektedir.

46. Fiziksel ömür ekonomik ömrü sınırlandırmaktadır. Bir başka deyişle, ekonomik ömür fiziksel ömürden daha uzun olamaz. Ancak, fiziksel ömrün ekonomik ömrü aştığı durumlar söz konusu olabilir. Böyle durumlarda, varlığın, ekonomik ömrünün sonunda, alternatif bir kullanım, yeniden yapım veya geri dönüşüm potansiyelini yansıtan bir kalıntı değeri olabilir.
47. Bir varlığın değeri, hurda veya geri dönüşüm de dâhil olmak üzere, gerekli söküm, taşıma ve temizleme masrafları düşüldükten sonra kalan alternatif kullanım değerinin altında olmayacaktır.

İşlevsel Yıpranma

48. İşlevsel yıpranma, değerlemeye konu varlığın, ikamesine nazaran verimsiz olması nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan her türlü fayda kaybıdır.
49. İki çeşit işlevsel yıpranma biçimi vardır:
- modern eşdeğer varlıkların değerlendirme konusu varlığından daha düşük sermaye maliyetiyle elde edilebilmesini sağlayan tasarımda, yapım malzemeleri, teknoloji veya imalat tekniği değişiklikleri nedeniyle ortaya çıkabilen, atıl sermaye maliyeti,
 - modern eşdeğer varlıkların değerlendirme konusu varlığından daha düşük işletme maliyetiyle elde edilebilmesini sağlayan tasarımda veya fazla kapasitedeki iyileştirmeler, yapım malzemelerinde, teknoloji veya imalat tekniği iyileştirmeleri nedeniyle ortaya çıkabilen, atıl işletme maliyeti.
50. Dolayısıyla, işlevsel yıpranma aşağıdakilerden birinden kaynaklanabilir:
- varlığın tasarımının veya kullanım şartlarının, yetersiz olmaları veya piyasa normlarını aşacak derecede karmaşık kalmaları nedeniyle, varlığın başlangıçta hedeflenen hizmeti sunmak için en uygun olma özelliğini yitirmeleri,
 - varlığın teknolojisinin yerini başka bir teknolojinin alması veya
 - yukarıda belirtilen iki faktörün birleşimi.
51. Değerlemeyi gerçekleştirenlerden bazıları işlevsel yıpranma ve teknik yıpranma arasında ayrıma giderek bu ikisini ayrı ayrı değerlendirmektedir.
52. Taşınmaz mülkiyet için işlevsel yıpranmaya örnek olarak aşağıdakiler verilebilir:
- endüstriyel kullanıcıların çoğu tarafından mevcut şartlarda gerekli görülenden farklı olarak önemli ölçüde yüksek veya alçak bir tavana sahip olan bir endüstriyel bina,
 - kesin duvarlar ile ayrılmış pek çok odadan oluşan, dolayısıyla esnek kullanıma sahip olmayan ve bu yüzden kullanıcı sayısını sınırlandıran bir yerleşim planına sahip ofis binası.

53. Yetersiz kalemlerle ilgili olarak, işlevsel yıpranma, yetersizliği gidermenin, kazandırdığı değere kıyasla maliyeti hesaba katılarak ölçülür. Karmaşık veya aşırı yeterli kalemlerle ilgili olarak ise, işlevsel yıpranma, modern eşdeğer varlığın maliyetine kıyasla atıl sermaye maliyetiyle ölçülür.
54. Atıl sermaye maliyeti, genellikle ikame maliyeti esas alınarak hesaplanmaktadır. Modern eşdeğer varlık, değerlendirme konusu varlığın sağladığı faıdayı ikame etmenin en etkin, bir başka deyişle maliyet açısından en etkin, yolunu temsil etmelidir. Bu nedenle, değerlendirme konusu varlığın gereksiz özellikleri halihazırda ikame maliyeti dışında bırakılmışsa, mükerrer hesaplama yapılmamasına dikkat edilmelidir.
55. Makine ve ekipman bakımından atıl işletme maliyeti örneklerine aşağıda yer verilmektedir:
- değerlendirme konusu varlığın, modern eşdeğer varlık ile kıyaslandığında, daha fazla kişi tarafından çalıştırılması gerekebilir,
 - değerlendirme konusu varlık, modern eşdeğer varlık ile kıyaslandığında daha düşük bir verimlilik oranına sahip olabilir,
 - değerlendirme konusu varlık, modern eşdeğer varlık ile kıyaslandığında daha fazla hurda veya atık malzemeye yol açabilir.
56. Bir bina ele alındığında, modern eşdeğer varlığın maliyetine yansıtılmasına gerek olmayabilecek atıl işletme maliyetine, verimsiz yerleşim planı veya düzeninden kaynaklanan yüksek enerji maliyetleri ve verimlilik kaybı dâhildir.
57. Her durumda, işlevsel yıpranmanın ölçümünde, atıl işletme maliyetlerinin işçilik, verimsizlik veya hammadde tüketimi bakımından bugünkü değeri kullanılabilir.
58. Bazı durumlarda, değerlendirme konusu varlığın performansı, ilgili başka bir varlığın performansı ile sınırlandırılabilir. Varlıklar, yerlerinden sökülebilecek ayrı ayrı parçalar halinde değil de, bir faaliyet biriminin parçası olarak değerlemeye tabi tutuluyorlarsa, söz konusu varlığın maruz kaldığı işlevsel yıpranma, ilgili varlığın ikame veya iyileştirme maliyeti ile ölçülebilir.

Dışsal ve Ekonomik Değer kaybı

59. Dışsal yıpranma, varlık harici ekonomik veya mahallî faktörler nedeniyle ortaya çıkan ve değer kaybı ile sonuçlanan her türlü fayda kaybıdır. Dışsal faktörlerin, bir varlık tarafından üretilen ürünlerin arz veya talebinde meydana gelen değişiklikler ile ilgili olması halinde genellikle ekonomik yıpranma olarak adlandırılır. Dışsal yıpranma, taşınmaz mülkiyeti söz konusu olduğunda, örneğin yerel altyapıda, çevresel koşullarda veya demografik yapıda meydana gelen değişiklikler nedeniyle oluşan mekân bozukluklarından kaynaklanabilir. Böyle bir yıpranma

yalnızca arsa değerine yansıtılabilir, ancak bazı durumlarda arsa üzerinde yapılan ıslah çalışmalarını da etkileyebilir. Son olarak yıpranma geçici (örneğin kısa süreli arz fazlalığı) olabileceği gibi kalıcı da olabilir.

60. Ekonomik yıpranmaya örnek olarak varlık tarafından üretilen ürün veya hizmetlerin talebinde olumsuz değişikliklerin meydana gelmesi ya da işçilik veya hammadde tedarikinin sekteye veya kayba uğraması verilebilir. Bu faktörler belirli bir mekâna özgü olabileceği gibi bir sanayi sektörünün genelinde de yaygın olarak yaşanabilir.
61. Ekonomik yıpranmanın varlık(lar)dan bağımsız olması nedeniyle, ekonomik yıpranmaya ilişkin düzeltmenin fiziksel bozulma ve işlevsel yıpranma sonrasında düşülmesi gerekir.
62. Bazı varlıklar için ekonomik yıpranma, faaliyet halindeki bir işletmenin, söz konusu varlıklar için bir pazar kirası ödemesine karşın, varlığın değeri göz önünde bulundurulmak suretiyle bir pazar getiri oranı elde edip edemediği dikkate alınarak hesaplanabilir.
63. Dışsal faktörlerin bir ekonomik faaliyette kullanılan münferit bir varlığı veya tüm varlıkları etkilediği durumlarda ekonomik yıpranma ortaya çıkabilir.
64. Ekonomik yıpranmaya örnek olarak, değerlendirme konusu varlığın makul çerçevede öngörülebilir talebe kıyasla atıl kapasiteye sahip olması verilebilir. Böyle durumlarda maliyet-kapasite yöntemi (bir sonraki bölümde tarif edilmiştir) kullanılarak uygun bir düzeltme yapılabilir.
65. Tüm işletmenin veya faaliyet biriminin olumsuz ekonomik faktörlerden etkilenmesi halinde, bu durum ilgili nakit akışlarında kendini belli eder, dolayısıyla da, işletmenin veya faaliyet biriminin performansına referans verilmek suretiyle genel bir ekonomik yıpranma ölçüsü belirlenebilir. Münferit bir varlığın değerinin tahmin edilebilmesi için, genel ekonomik yıpranmanın münferit varlıklara dağıtılması gerekir. Nakit veya nakit benzerleri yıpranmaya maruz kalmadıkları için düzeltmeye tabi tutulmaz. Pazarlanabilir varlıkların değeri, yapılacak düzeltmelerle pazar yaklaşımı kullanılarak belirlenen pazar değerlerinin altına düşürülemez. Tüm işletme veya faaliyet birimi düzeyinde meydana gelen ekonomik yıpranmayı gösteren basitleştirilmiş bir düzeltme Açıklayıcı Örnekler (AÖ3) arasında yer almaktadır.
66. Ekonomik yıpranma mümkün olan en düşük düzeyde ölçülmelidir. Entegre bir faaliyette bu düzey, fiilî durum ve şartlar ile mevcut nakit akışı bilgilerinin detayına göre tüm işletme veya münferit varlık düzeyinde ya da bu iki uç arasındaki bir noktada olabilir.

Maliyet-Kapasite Yöntemi

67. Bu yöntem, Fayda eksikliğinin nedenine bağlı olarak hem işlevsel hem de ekonomik yıpranmayı değerlendirmede kullanılabilir. Maliyet-kapasite yöntemi:

- o farklı bir kapasiteye sahip varlığın veya varlıkların ikame maliyetlerinin bilindiği durumlarda, belirli bir kapasiteye sahip varlığın ikame maliyetini tahmin etmek için veya
- o değerlendirme konusu varlığın atıl kapasiteye sahip olduğu durumlarda, öngörülebilir talebi karşılayan kapasiteye sahip bir modern eşdeğer varlığın ikame maliyetini tahmin etmek için (ekonomik yıpranmaya ilişkin düzeltmenin bir parçası olarak uygulanacak olan fayda eksikliği cezasını ölçmenin bir yolu olarak)

bir yöntem olarak kullanılabilir.

68. Maliyet-kapasite yöntemi çerçevesinde, fiilî veya gerekli kapasiteye sahip bir varlığın ikame maliyeti, farklı bir kapasiteye sahip benzer bir varlığa referans verilerek belirlenebilir. Bu yöntemde tüm maliyetlerin büyüklüğe göre doğrusal bir değişiklik göstermediği kabul edilir. Örneğin, 2.000 bg'lik bir lokomotifin maliyetinin X olması, 4.000 bg'lik bir lokomotifin maliyetinin X'in 2 katı ya da 1.000 bg'lik bir lokomotifin maliyetinin X'in yarısı olmasını gerektirmez. İlgili katsayı (veya maliyet-kapasite faktörü), farklı büyüklüklere ve kapasitelere sahip benzer varlıkların yayımlanmış ve gerçekleşmiş maliyetleri analiz edilerek belirlenebilir.

Amortisman Profilleri

69. Bazı varlık sınıfları için varlığın ömrü boyunca düzenli bir amortisman kalıbı veya profili ve bu sayede de değerleme tarihinde uygun bir amortisman oranı belirlenebilir. Genel olarak kullanılan amortisman profilleri aşağıdaki gibidir:

- o doğrusal amortisman yöntemi: varlığın tahmini ömrü boyunca her bir dönemde eşit oranda maliyet indirimi yapılır.
- o azalan bakiyeler yöntemi: varlığın tahmini ömrü boyunca bir önceki döneminin başındaki maliyetin sabit bir yüzdesi indirilir.
- o S eğrisi yöntemi: varlığın tahmini ömrü boyunca her bir dönemde farklı yüzdelerle maliyet indirimi yapılır. Amortismanın başlangıçta daha yüksek olduğu, ileriki yıllarda azaldığı ve varlığın ömrünün sonuna doğru yeniden arttığı durumlar buna örnek olarak verilebilir.

70. Amortisman profilleri, en çok, karşılaştırılabilir satışların ikame maliyetine göre analizinden gözlemlenebilecek değer düşüklüğü profillerini yansıtmak için maliyet yaklaşımının benimsendiği durumlarda uygulanmaktadır. Bazı varlıklar için üretim birimi bazlı veya döngü bazlı amortisman yöntemi, amortisman kalıbı için daha uygun bir ölçü sağlayabilir.

Değerleme Birimi

71. Maliyet yaklaşımı, bir grup varlığa, münferit bir varlığa veya bir varlığın farklı bileşenlerine uygulanabilir. Genellikle, diğer varlık veya bileşenlerden ayrı bir şekilde, onları önemli bir

sekteye uğratmaksızın, ikame edilebildiklerinde, münferit bir varlık veya bileşen için ayrı bir maliyet veya amortisman hesaplaması yapılabilir.

72. Bir grup varlığın veya münferit bir varlığın münferit bileşenlere değerlendirme amaçları için ne derece ayrıldığı, ilgili değerlendirme amacı ve verinin mevcudiyeti doğrultusunda belirlenir. Bir diğer husus da, ayrı varlık veya bileşenlerin kalan ömürlerinin birbirinden önemli ölçüde ne kadar farklı olduğudur.

Arsa Değeri

73. Taşınmaz mülkiyeti için maliyet yaklaşımı uygulandığında, arsa unsuruna atfedilebilecek değer yansıtılmasında dikkatli olunmalıdır.
74. Arsa değeri, birbirine bağlı varlıklar da dâhil olmak üzere mülkiyetin bir bütün olarak en etkin ve verimli kullanımı göz önünde bulundurularak belirlenir. Bu nedenle, arsa, yapılar ve ıslah çalışmaları ile tesis ve ekipman gibi birbirine bağlı tüm varlıklar, mevcut veya alternatif kullanım temelinde olsun tutarlı varsayımlar kullanılmak suretiyle değerlendirilmelidir.
75. Arsa değerinin tahmininde iki yöntem kullanılabilir. Bunlardan biri, bir modern eşdeğer varlık için gerekli arsa değerinin tahmin edilmesidir. Diğeriyse, değerlendirme konusu arsanın tahmin edilen değerinin ıslah çalışmalarının itfa edilmiş ikame maliyetine ilave edilmesidir.
76. Birçok mülkiyet için iki yöntem arasında herhangi bir farklılık söz konusu olmayıp, hesaplanan değer aynıdır. Örneğin, ticari amaçla kullanılması bakımından yasal izni bulunan ve en etkin ve verimli kullanımı ticari amaçlı kullanım olan bir binanın arsası için yapılacak değer tahmininde her iki yaklaşımda da karşılaştırılabilir ticari binalara ilişkin satış kanıtları kullanılır.
77. Ancak, bir pazar katılımcısının mevcut kullanımı optimalden düşük görüp arsaya mevcut kullanımla belirlenenden daha yüksek değer biçmesi veya mevcut kullanımın arsa kullanımına ilişkin yürürlükteki mevzuatla artık uygun olmaması halinde söz konusu iki yaklaşım farklı değerlerle sonuçlanabilir. Bu durumlarda maliyet yaklaşımı genellikle uygulanacak en uygun yaklaşım olmamaktadır.
78. Maliyet yaklaşımının uygulanması halinde (örneğin, ıslah çalışmalarının sınırlı da olsa hala fayda sağlaması), arsa değeri modern eşdeğer varlığa ait arsaya veya alternatif kullanıma dayanabilecek olmakla birlikte, değişen mevzuat veya pazar şartlarını yansıtmak adına ıslah çalışmalarının amortismanında düzeltme yapılmasına dikkat edilmelidir. ıslah çalışmalarına atfedilen değer, arsanın alternatif kullanım değeri, tüm mülkiyetin mevcut kullanım değerinden büyük olduğunda sıfır; ıslah çalışmalarının yıkım ve temizleme maliyetleri nedeniyle arsa değerine engel teşkil etmesi halinde ise, negatif olabilir.

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 1 - Maliyet Yaklaşımı – Taşınmaz Mülkiyeti

Giriş

Bu örnekte maliyet yaklaşımının, mevcut ıslah çalışmalarıyla birlikte taşınmaz mülkiyeti için uygulaması gösterilmektedir.

Değerleme konusu mülk, üzerinde 25.000 m² büyüklüğünde, iki katlı ve sahibi tarafından kullanılan bir ofis binası bulunan 5 hektarlık bir alana sahiptir. Bina 10 yaşındadır. Binanın çatısı akmakta olup, onarımı için 1.500.000 PB¹ tutarında bir maliyete katlanması gereklidir. Çatı onarıldığında, binanın durumu, o yaşta bir binaya göre ortalamaya ulaşacaktır. Arsa değeri 5.000.000 PB'dir. Değerleme konusu mülkün mevcut kullanımının en etkin ve verimli kullanımı olduğu değerlendirilmektedir.

Binanın alanı 1.000 m² olup, daha önce, özel dizayn edilmiş soğutma sistemi, antistatik zemin kaplaması, güvenliği ve yangın koruma mekanizması gibi ofis genel kullanımı açısından ihtiyaç duyulmayacak şekilde donatılmış bir bilgisayar merkezi olarak kullanılmıştır. Bilgisayar sökülmesi bulunmaktadır ve merkez mevcut durumda standart bir ofis alanı olarak muamele görmektedir. Binadaki havalandırma sistemi yeni bir sistemle kıyaslandığında daha az verimlidir ve binanın yalıtımı yeni binalardan daha düşük standarda sahiptir. Yeni bir binaya kıyasla ilave işletme masrafları, bu verimsizlik nedeniyle, yıllık 100.000 PB olarak hesaplanmıştır. Binanın iç aydınlatmasında da demode ve yeni sistemlerden daha az etkin bir sistem kullanılmaktadır.

Şehirde veya civarında 2.500 m²'den daha büyük başka bir ofis binası bulunmamakta, olan binalar da nadire alım-satımına konu edilmektedir. Mülk inşa edildiğinde, şehir, yurtiçi yatırımların teşvik edilmesi amacıyla yapılan devlet yardımlarının söz konusu olduğu bir bölgedeyken, bu yardımlar artık geçerli değildir.

Değerlemeyi gerçekleştiren, ofis piyasasına dair bilgileri çerçevesinde, bu tip ofis binalarının ekonomik ömürlerinin genelde fiziksel ömürlerinden daha kısa olduğunun farkındadır. 50 yaşındaki birçok ofis binası hala hizmet verebilir bir fiziksel duruma sahip olabilmekle birlikte, bu yaşa gelene kadar tahribata uğradığından veya alternatif kullanımlar için önemli yenilemeler geçirdiğinden mevcut kullanıcısının ihtiyaçlarını karşılamazlar. Bu kapsamda yapılan değerlendirmede, değerlendirme konusu binanın toplam ekonomik ömrünün 40 yıl olacağı, dolayısıyla da kalan ekonomik ömrünün 30 yıl olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İkame Maliyeti

Mevcut ofis binasının cari faydasının ikame edilmesiyle ilgili olarak, demode bir bilgisayar merkezinin modern bir eşdeğeri söz konusu olmayacak; bu nedenle de, ikame maliyeti standart ofis alanından

¹ "PB", para birimidir.

ibaret bir binaya ilişkin olacaktır. Güncel bina maliyetlerine yönelik araştırmalar sonucunda ikame maliyeti 25.000.000 PB olarak belirlenmiştir. Bu maliyetlere saha ıslah çalışmaları, ulaşım yolları, otopark alanları, hizmetler vb. dâhilken, 2.000.000 PB tutarındaki mesleki hizmet ücretleri ile arsa değeri dâhil değildir.

İlgili pazarda bu tipte bir binanın geliştirilmesine ilişkin genel uygulama, bina sahibinin, tüm binayı mutabık kalınan bir teknik şartnameye göre tamamlaması amacıyla bir müteahhitten hizmet alması şeklindedir. Tahmini ikame maliyeti müteahhitin kârını içermektedir. Bu örnek özelinde, başka bir kârın maliyete yansıtılmasına gerek bulunmamaktadır.

Alıcı tamamlanmış binanın kullanımından fayda elde edene kadarki süre boyunca inşaatın finansman maliyetinin göz önünde bulundurulması gerekir. Fiili bir inşaat projesinin fizibilitesi analiz ediliyorsa, inşaat aşamasına göre yapılan ödemelerin finansman maliyeti fiili ödeme kalıbına dayalı olarak hesaplanabilir. Bir diğer hesaplama da, alıcının aynı dönem boyunca inşaat maliyetinin ödenmeyen bakiyesinden kendisine tahakkuk eden fayda dikkate alınarak yapılabilir. Bu durumda ikame maliyeti tipik bir alıcının benzer bir bina için yapacağı tahmini yansıtmayı nedeniyle, alacak ve borç haklarının ayrı ayrı hesaplanması tahminin kesinliğini bozucu etkide bulunacaktır. Bu noktada en kestirme çözüm iki kalemin aynı tutara yakınsamaları, dolayısıyla da birbirilerini götürmeleri olacaktır.

Amortisman

Fiziksel, işlevsel ve dışsal yıpranma için amortisman düzeltmesi yapılması gerektiği göz önünde bulundurulmalıdır.

Fiziksel yıpranma: Akıtan çatının bakımı ertelenmiş olup, bunun ölçümü giderme maliyeti, 500.000 PB, olarak belirlenmiştir.

Çatının tamirinden sonra binanın etkin yaşı 10, kalan ekonomik ömrü de 30 yıl olmuştur. Bu nedenle, yeni ve eski binaların görece değerlerine ilişkin pazar kanıtları, “doğrusal amortisman” yönteminin kullanılmasının uygun olduğuna işaret etmektedir. Bina, toplam ekonomik ömrünün %25’ini doldurduğu için, katlanılabilir fiziksel yıpranma çatı tamirinin maliyeti düşüldükten sonraki ikame maliyetinin %25’idir. Binanın etkin yaşı ancak çatı tamirinden (ertelenmiş bakım) sonra 10 yıla ulaştığından, %25’lik indirim, ikame maliyetine, çatı tamir maliyeti düşüldükten sonra uygulanmaktadır.

İşlevsel yıpranma: Demode bilgisayar alanı ofis genel kullanımı için fazla karmaşıktır. İkame maliyeti kullanıldığından, bu alana ilişkin atıl sermaye maliyeti ikame maliyetine dahil edilmemiştir. Bu bakımdan, bu gereksiz alanlar ilgili ilave işletme gideri söz konusu değildir. Bir başka deyişle, bu kalem için işlevsel yıpranma indirimi yapılmamaktadır.

Bununla birlikte, değerleme konusu bina modern eşdeğer ikamesinden ısı bakımından daha az verimlidir. Isıtma ve soğutma sistemlerinin işletilmesi için gerekli ilave yıllık maliyet 100.000 PB olup, bu tutar binanın 30 yıllık kalan ekonomik ömrü için katlanılacak maliyeti temsil etmektedir. İndirgeme oranı %5² alındığında, söz konusu ilave yıllık maliyetin 1.537.245 PB olarak hesaplanan bugünkü değeri 1.500.000 PB'ye yuvarlanmıştır.

İç aydınlatma mevcut teknik şartnameye konu edilmemiş olmakla birlikte daha yüksek bir direkt işletme giderine de neden olmamaktadır. Aydınlatma işçilerin verimliliğini etkileyebilir veya çalışma yerlerinin düzenlenme biçimlerini sınırlandırabilir. Bu etkiler halihazırda mevcut olsa da, ölçülebilir direkt bir maliyete sahip değillerdir. Böyle bir durumda, değerlemeyi gerçekleştirenin pazar katılımcılarının bu tip bir bina için söz konusu maliyete yönelik bir indirim yapıp yapmayacağını ve bu indirimi nasıl ölçeceklerini araştırmaları gerekir. Bu örnekte, 500.000 PB tutarında bir indirim yapılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir.

Dissal yıpranma: Son olarak, ekonomik ortamda, bölgedeki devlet yardımlarının kaldırılması nedeniyle yaşanan değişiklik ekonomik yıpranmayı beraberinde getirmiştir. Bina inşa edildiği zaman, devlet yardımlarının değeri inşaat maliyetlerinin %20'sine ulaşmıştır. Yardımların kaldırılmasından bu yana, bölgede değerleme konusu mülkle uzaktan da olsa karşılaştırılabilir herhangi bir yeni tesis yapılmamıştır. Değerleme konusu binanın 10 yıl önce %20 oranında devlet teşvikinden yararlanmış olması, benzer bir teşvikin söz konusu olmadığı mevcut durumda da ikame maliyetinin değerinde aynı oranda indirim yapılması anlamına gelememektedir. Hatta, modern eşdeğer varlığa yönelik bir devlet yardımı olmamasının istekli bir alıcının değerleme konusu varlık için ödeyeceği tutarı artıracak ileri sürülebilir. Ancak, yardımların kaldırılması sonucunda, bölgedeki talep 10 yıl öncesine göre genel olarak azalmış ve diğer ofis binalarının fiyatları aleni bir şekilde etkilenmiştir. Söz konusu fiyat farklılıkları analiz edildiğinde, ekonomik yıpranmanın yansıtılabilmesi için 2.500.000 PB tutarında bir indirimin uygun olacağı kanaatine ulaşılmıştır.

² Buradaki indirgeme oranı göstermelidir. Uygulamada bu oran, risksiz getiri oranı ile bir alıcının mülkün işletilmesi için yaptığı yatırımdan elde edeceği sermaye getirisi arasında bir yerde olacaktır. Uygun oranın bu aralığın neresine düşeceği, ölçülen yıpranmanın gerçek niteliği, işin mahiyeti ve binanın bu özel olarak tip bir işe uygunluğunun derecesi dahil birçok faktöre bağlıdır. Bu örnek pazar değerini gerektirdiği için, değerlemeyi gerçekleştirenin varsayımsal bir alıcı ve satıcının alışverişinde birbirlerine karşı olan pozisyonlarını dikkate alması ve bu pozisyonu yansıtan bir indirgeme oranını seçmesi gerekmektedir.

Değerleme	
Bina ikame maliyeti	: 25.000.000
Mesleki hizmet ücretleri (%8)	: 2.000.000
Toplam maliyet	: 27.000.000
(-) ertelenmiş bakım (çatı)	: -500.000
Bakiye maliyet	: 26.500.000
Amortisman	:
Fiziksel yıpranma (bakiye maliyetin %25'i)	: -6.625.000
İşlevsel yıpranma	:
Atıl işletme gideri (ısıtma verimsizliği)	: -1.500.000
Verimsiz aydınlatma ödeneği	: -500.000
Ekonomik yıpranma	: -2.500.000
Toplam yıpranma	: -11.125.000
Binanın itfa edilmiş ikame maliyeti	: 15.375.000
(+) arsa değeri	: 5.000.000
Toplam	: 20.375.000
Toplam değer (yuvarlanmış)	: 20.400.000 PB

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 2 - Ekonomik Yıpranma – Münferit Makine

Giriş

Bu basitleştirilmiş örnek, maliyet yaklaşımı kullanılarak değerlemeye tabi tutulan münferit bir makine için ekonomik yıpranmanın, makinenin yarattığı belirli nakit akışlarına referans vermek suretiyle nasıl ölçülebileceğini göstermektedir.

Senaryo

Bu senaryoda, değerlemeyi gerçekleştiren, bir nihai ürün imal eden müstakil bir makinenin pazar değerini tespit etmekle görevlendirilmiştir. Makinenin ikame maliyeti, tüm tedarik, kurulum ve hizmete sokulma maliyetleri de dâhil olmak üzere 500.000 PB olarak belirlenmiştir. Yapılan araştırmalara göre, bu makineler normalde 10 yıllık bir ömre sahip olup, bu süre sonunda asgari bir değer karşılığında hurdaya ayrılmaktadırlar. Değerleme konusu makine değerlendirme tarihinde 4 yaşındadır. Makineyi kullanma şeklinin (dolayısıyla hizmet potansiyeli tüketiminin) varlığın bakiye ömrü boyunca sabit kalması beklenmektedir.

Makine güncel bir tasarıma sahiptir ve gerek sermaye gerekse işletme maliyetleri bakımından mevcut en düşük maliyetli varlık olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle, makine için herhangi bir işlevsel yıpranma cezasının uygulanmayacağı düşünülmektedir.

Ancak, mevzuatta son dönemde yapılan değişiklik uyarınca, bu makinenin ürettiği ürünler artık yurt içinde kullanılamamaktadır. Yurt dışı pazarlardaki taşıma, pazarlama ve satış maliyetlerinin yüksek olmasından dolayı ise, bu makinenin üretebileceği net gelirin kalıcı olarak yıllık 80.000 PB'den yıllık 55.000 PB'ye düşmesi beklenmektedir. Beklenen net gelirin bugünkü değeri, uygun bir indirgeme oranı ile (göstermelik olarak %10 olduğu varsayılmıştır) 240.000 PB'dir. Dolayısıyla, ekonomik yıpranma düzeltmesi, itfa edilmiş ikame maliyeti (ekonomik yıpranma öncesi) ile makinenin bakiye ömrü boyunca üretmesi beklenen net gelirin bugünkü değeri arasındaki fark olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

1. Örnek

Yüklenen <u>ikame maliyeti</u>	:	500
<u>Fiziksel yıpranma</u> (= 500.000 PB x (4/10))	:	-200
<u>İşlevsel yıpranma</u>	:	0
İtfa edilmiş ikame maliyeti (<u>ekonomik yıpranma</u> öncesi)	:	300
Yıllık net gelir	:	55
Bakiye ömür	:	6 yıl
<u>İndirgeme oranı</u>	:	10%
Varlığın bakiye ömrü boyunca net gelirin bugünkü değeri	:	239,539
İtfa edilmiş ikame maliyeti (<u>ekonomik yıpranma</u> öncesi)	:	300
(-) Ekonomik yıpranma (= 300.000 PB – 239.539 TL)	:	-60.461
Pazar değeri	:	239,539
Yuvarlanmış pazar değeri	:	240.000 PB

Yukarıda verilen örnekte, bu makinenin ürettiği gelirin başka bir varlığın mevcudiyetine bağlı olmadığı varsayılmıştır. Uygulamada bu duruma nadiren rastlanmakta olup, normalde, gelir, birlikte çalışan birkaç varlık (muhtemelen maddi ve maddi olmayanlar bir arada) tarafından üretilmektedir.

Açıklayıcı Örnek (AÖ) 3 - Ekonomik Yıpranma – İşletmenin veya Faaliyet Biriminin Değerine Referans Vermek Suretiyle

Giriş

Bu örnekte, maliyet yaklaşımı kullanılarak değerlemeye tabi tutulan bir varlık için ekonomik yıpranmanın, tüm işletmeye veya bu işletmenin bir parçasını oluşturan faaliyet biriminin değerine referans vermek suretiyle nasıl ölçülebileceği gösterilmektedir. Koşullarda meydana gelen bir değişikliğin ekonomik yıpranmaya nasıl yol açabileceğine ilişkin örnek teşkil etmesi amacıyla iki senaryoya yer verilmiştir.

Her iki senaryoda da, işletmenin veya faaliyet biriminin işletme değeri karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmıştır. Özsermaye değerinin de karşılaştırma ölçütü olarak kullanılması mümkün olmakla birlikte, bu durumda borcun daha sonra hesaplamaya dâhil edilmesi gerekir.

Örneği basitleştirmek amacıyla tanımlanabilir herhangi bir maddi olmayan varlığın söz konusu olmadığı varsayılmıştır.

Senaryo 1

Bu senaryoda, değerlemeyi gerçekleştiren, maden işleme faaliyetinde kullanılan maddi varlıkların pazar değerini tespit etmekle görevlendirilmiştir. Değerlemeyi gerçekleştiren, belirli maddi varlıkların pazar yaklaşımı ve diğerlerinin ise maliyet yaklaşımı kullanılarak değerlendirilebileceğini tespit etmiştir.

1. adımda değerlemeyi gerçekleştiren, değerlemeye tabi varlıkların fiziksel ve işlevsel yıpranma düzeltilmesi sonrasındaki itfa edilmiş ikame maliyetini 200.000 PB olarak hesaplamıştır. Bununla birlikte, ekonomik yıpranma için herhangi bir düzeltmenin gerekip gerekmediğini tespit edememiştir.

Değerlemeyi gerçekleştiren, böyle bir düzeltme yapmanın gerekip gerekmediğini belirlemek için, hasılat elde etmek amacıyla işletme veya faaliyet birimi tarafından kullanılan diğer tüm varlık veya yükümlülüklerin pazar değerini ve işletme değerini tespit etmelidir. Değerlemeyi gerçekleştiren, pazar yaklaşımı kullanılarak değerlemeye tabi tutulan maddi varlıkların cari değerinin 50.000 PB, eldeki nakdin 10.000 PB ve yükümlülüklerin 50.000 PB olduğunu belirlemiştir. Bu kapsamda, varlık ve yükümlülüklerin toplam değeri 210.000 PB olarak hesaplanmıştır.

2. adımda, indirgenmiş nakit akışları yöntemi veya gelirlerin kapitalizasyonu yöntemi kullanılarak belirlenen işletme değeri 250.000 PB olarak değerlendirilmiştir.

3. adımda ise, değerlemeyi gerçekleştiren işletme değerini söz konusu işletme veya faaliyet biriminin tüm varlık ve yükümlülüklerinin belirtilen değerleri ile karşılaştırmaktadır. İşletme değeri, tüm varlık ve yükümlülüklerin belirtilen değerlerini 40.000 PB kadar aşmaktadır. Değerlemeyi gerçekleştiren de,

maliyet yaklaşımını kullanılarak değerlemeye tabi tutulan maddi varlıklar ile ilgili herhangi bir ekonomik yıpranma düzeltmesi yapılmasına gerek olmadığı sonucuna varmıştır.

Bulgular aynı zamanda işletme veya faaliyet biriminin varlık ve yükümlülüklerinin değeri ile işletme değeri arasındaki fark olarak hesaplanan şerefiyenin 40.000 PB olduğunu göstermektedir.

1. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	Başlangıçta Hesaplanan Değer ¹	Not
Maddi varlıklar	Pazar yaklaşımı	50	Son dönemde gerçekleşen emsal varlık satışlarına referans vermek suretiyle tespit edilen değerler
Maddi varlıklar	Maliyet yaklaşımı	200	<u>Ekonomik yıpranma</u> tespit edilmemiştir.
Nakit	Kayıtlı değer	10	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiştir.
Yükümlülükler (borç hariç)	Kayıtlı değer	-50.000	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiştir.
Şerefiye	Kalıntı değer	?	İşletme veya faaliyet biriminin değeri belirlenene kadar bilinmemektedir.
Net varlıklar		210	
2. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	Başlangıçta Belirtilen Değer	Not
<u>İşletme değeri</u>	İNA/gelir kapitalizasyonu	250	
3. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	<u>Ekonomik yıpranma sonrası değer</u>	Not
Maddi varlıklar	Pazar yaklaşımı	50	Pazar değeri üzerinden hesaplandığından herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
Maddi varlıklar	Maliyet yaklaşımı	200	Herhangi bir <u>ekonomik yıpranma</u> tespit edilmemiştir.
Nakit	Kayıtlı değer	10	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiş olduğundan herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
Yükümlülükler (borç hariç)	Kayıtlı değer	-50.000	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiş olduğundan herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
Şerefiye	Kalıntı değer	40	<u>İşletme değeri</u> bakiyesi eksi tanımlanabilir varlık ve yükümlülüklerin değeri
Toplam		250.000 PB	

¹ Başlangıçta Hesaplanan Değer ekonomik yıpranma testi yapılmadan önceki değerdir.

Senaryo 2

Bu senaryoda, üretilen malın fiyatı ile ilgili uzun vadeli tahminler, aynı malı daha düşük maliyetlerle üreten yeni üreticilerin piyasaya girmesi sonucu son dönemde düşmüştür.

1. senaryoda olduğu gibi, değerlemeye tabi varlıkların fiziksel ve işlevsel yıpranma düzeltmesi sonrasındaki itfa edilmiş ikame maliyetini 200.000 PB olarak hesaplamıştır. Bununla birlikte, ekonomik yıpranma için herhangi bir düzeltmenin gerekip gerekmediğini tespit edememiştir.

Değerlemeyi gerçekleştiren, böyle bir düzeltme yapmanın gerekip gerekmediğini belirlemek için, hasılat elde etmek amacıyla işletme veya faaliyet birimi tarafından kullanılan diğer tüm varlık veya yükümlülüklerin pazar değerini ve işletme değerini tespit etmelidir.

1. senaryoda olduğu gibi varlık ve yükümlülüklerin toplam değeri 210.000 PB'dir.

2. adımda indirgenmiş nakit akışları yöntemi veya gelir kapitalizasyonu yöntemi kullanılarak belirlenen işletme değeri 150.000 PB olarak hesaplanmıştır (düşen emtia fiyatları sonucundaki düşük gelir beklentisini yansıtmaktadır).

3. adımda ise, değerlemeyi gerçekleştiren işletme değerini söz konusu işletme veya faaliyet biriminin tüm varlık ve yükümlülüklerinin belirtilen değerleri ile karşılaştırmaktadır. Tüm varlık ve yükümlülüklerin belirtilen değerleri işletme değerini 60.000 PB kadar aşmaktadır. Değerlemeyi gerçekleştiren de, maliyet yaklaşımını kullanılarak değerlemeye tabi tutulan maddi varlıklar ile ilgili olarak, işletme değeri ile varlık ve yükümlülüklerin belirtilen değeri arasındaki fark (60.000 PB) kadar bir ekonomik yıpranma düzeltmesi yapılması gerektiği sonucuna varmıştır.

Bulgular aynı zamanda herhangi bir şerefiye olmadığını da göstermektedir.

1. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	Başlangıçta Hesaplanan Değer	Not
Maddi varlıklar	Pazar yaklaşımı	50	Son dönemde gerçekleşen emsal varlık satışlarına referans vermek suretiyle tespit edilen değerler
Maddi varlıklar	Maliyet yaklaşımı	200	<u>Ekonomik yıpranma</u> tespit edilmemiştir.
Nakit	Kayıtlı değer	10	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiştir.
Yükümlülükler (borç hariç)	Kayıtlı değer	(50.000)	Kayıtlı değerın pazar değerine yakınsadığı belirlenmiştir.
<u>Şerefiye</u>	Kalıntı değer	?	İşletme veya faaliyet biriminin değeri belirlenene kadar bilinmemektedir.
Net varlıklar		210	
2. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	Başlangıçta Hesaplanan Değer	Not
<u>İşletme değeri</u>	İNA/gelir kapitalizasyonu	150	
3. Adım			
Varlıklar/Yükümlülükler	Değerleme yöntemi	<u>Ekonomik yıpranma</u> sonrası değer	Not
Maddi varlıklar	Pazar yaklaşımı	50	Pazar değeri üzerinden hesaplandığından herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
Maddi varlıklar	Maliyet yaklaşımı	140	Ekonomik yıpranma tespit edilmiştir (60.000 PB)
Nakit	Kayıtlı değer	10	Kayıtlı değerın <u>pazar değerine</u> yakınsadığı belirlenmiş olduğundan herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
Yükümlülükler (borç hariç)	Kayıtlı değer	(50.000)	Kayıtlı değerın <u>pazar değerine</u> yakınsadığı belirlenmiş olduğundan herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.
<u>Şerefiye</u>	Kalıntı değer	0	İşletme değeri bakiyesi eksi tanımlanabilir varlık ve yükümlülüklerin değeri
Toplam		150.000 PB	

TEKNİK BİLGİ NOTU (TBN) – 3 MADDİ OLMAYAN VARLIKLARIN DEĞERLEMESİ

1. Giriş

1.1.Bu TBN ile, maddi olmayan varlıkların değerlemesinde kullanılan kabul görmüş başlıca yaklaşım ve yöntemler için bir kılavuz sağlanması amaçlanmaktadır. Bu TBN’de yer alan kılavuz ifadeler, Uluslararası Değerleme Standartları ile birlikte yorumlanmalıdır. UDS 210 Maddi Olmayan Varlıklar standardında

- o maddi olmayan varlıkların değerlemesi için işin kapsamını geliştirirken göz önünde bulundurulması gereken hususlar ve
- o maddi olmayan varlıkların değerlemesini raporlarken göz önünde bulundurulacak hususlar belirlenmektedir.

1.2.UDS 210’da yer verilen Yorumlar, maddi olmayan varlıkların muhtelif türleri ile kullanılan değerlendirme yaklaşım ve yöntemleri hakkında kapsamlı açıklamalar içermektedir. Bu TBN’de ise, Yorumlar’da tartışılan konular daha detaylı olarak incelenmekte ve uygulamanın nasıl olduğu hususunda örneklerle yer verilmektedir.

1.4.Aşağıdakilerle sınırlı olmamak üzere farklı amaçlarla maddi olmayan varlık değerlemesi yapılması gerekmektedir;

- o işletme veya işletme bölümlerine ilişkin satın alma, birleşme ve satış işlemleri,
- o maddi olmayan varlıklara ilişkin alım-satım işlemleri,
- o vergi makamlarına yapılan raporlamalar,
- o davalar ve icra-iflas işlemleri ve
- o finansal raporlama

1.5.Bu TBN ile, genel olarak, maddi olmayan varlıkların değerlemesi için uygun değerlendirme prosedür, yaklaşım ve yöntemleri için bir kılavuz sağlanmaktadır. Bazı ülkelere özgü vergilendirme ve finansal raporlama gibi istisnai amaçlarla yapılan maddi olmayan varlık değerlemelerinde uygulanabilecek yasal veya düzenleyici herhangi bir özel hüküm içermemektedir. Finansal tablolarda yer verilmek üzere bir değerlendirme yapılması gerektiğinde, UDS 300 Finansal Raporlama Amaçlı Değerleme standardı hükümleri geçerlidir. UDS 300 aynı

zamanda Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda (UFRS) yer verilen başlıca değerleme hükümleri için de bir kılavuz sağlamaktadır.

2. Tanımlar

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Bir ticarî işletmenin sermaye yapısındaki tüm finansman kaynaklarının maliyetlerinin, pazar değerleri üzerinden ağırlıklı ortalaması ile tahmin edilen indirgeme oranıdır.

Amortismanın Vergi Faydası

Aktifleştirilmiş varlığın amortismanının sağladığı vergi avantajıdır.

Çok Dönemli Fazla Kazanç Yöntemi

Bir maddi olmayan varlığın birden fazla dönem boyunca yaratacağı ekonomik faydaların, kendisinin kullanımına ilişkin nakit akışlarının tanımlanması ve yardımcı varlıkların kullanımına ilişkin makul bir getiriye yansıtan dönemsel bir bedelin düşülmesi suretiyle, tahmin edilmesinde kullanılan yöntemdir.

Faal İşletme

Öngörülebilir bir gelecekte faaliyetlerine devam etmesi beklenen bir işletmedir.

Fazla Kazanç

Beklenen ekonomik faydaları yaratmak için kullanılan seçilmiş bir varlık esasının (çoğunlukla net maddi varlıkların) değeri üzerinden elde edilen uygun bir getiri oranını aşan beklenen ekonomik fayda tutarıdır.

Fazla Kazanç Yöntemi

Bir maddi olmayan varlığın yaratacağı ekonomik faydaların, kendisinin kullanımına ilişkin nakit akışlarının tanımlanması ve yardımcı varlıkların kullanımına ilişkin makul bir getiriye yansıtan bir bedelin bu nakit akışlarından düşülmesi suretiyle, tahmin edilmesinde kullanılan yöntemdir.

Gelir Yaklaşımı

Gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari sermaye değerine dönüştürülmesi ile gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşım.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler

Bir indirgenmiş nakit akışları modelinde nakit akışlarını tahmin etmek için kullanılan tahminî finansal verilerdir.

İsim Hakkı

Özellikle maddi olmayan varlık veya doğal kaynak olmak üzere, bir varlığın kullanımı için yapılan ödemedir.

İsim Hakkından Kurtulma Yöntemi

Bir maddi olmayan varlığın değerinin, maddi olmayan varlık için üçüncü bir taraftan lisans alınmasıyla kıyaslandığında, varlığa sahip olmakla kazanılacak varsayımsal isim hakkı ödemelerinin değerine dayanılarak tahmin edildiği yöntemdir.

İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi

Gelecekte beklenen gelir akışlarına uygun bir indirgeme oranının uygulandığı gelir yaklaşımının kapsamına dâhil olan yöntemdir.

Kazanç Primleri Yöntemi

Maddi olmayan varlığı kullanan bir işletmenin elde edeceği tahminî nakit akışları veya kârların maddi olmayan varlığı kullanmayan bir işletmenin elde edeceği tahminî nakit akışları veya kârlar ile karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yöntemdir.

Maddi Olmayan Varlık

Fiziksel olmayan ve sahibine haklar ile ekonomik faydalar sağlayan; bu anlamda kendini ekonomik özellikleri ile gösteren parasal olmayan varlıktır.

Maliyet Yaklaşımı

Bir alıcının, belli bir varlık için, ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesine dayanan yaklaşımdır.

Pazar Yaklaşımı

Değerleme konusu varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya benzer varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır.

Sıfırdan Yatırım (Greenfield) Yöntemi

Bir maddi olmayan varlığın değerlemesinin, kendisinin kullanımına ilişkin nakit akışlarından yardımcı varlıkların satın alma veya oluşturma maliyetinin düşülmesi suretiyle yapıldığı yöntemdir.

Serefiye

Bir işletmeden, işletmede sahip olunan paylardan tek tek tanımlaması veya ayrı ayrı kabul edilme olanağı olmayan bir varlık grubunun kullanımından kaynaklanan gelecekte elde edilecek herhangi bir ekonomik faydadır.

Yardımcı varlıklar

Değerlemeye tabi maddi olmayan varlığa ilişkin nakit akışlarının yaratılmasında kullanılan maddi veya maddi olmayan varlıklardır.

Yardımcı varlık maliyeti

Değerlemeye tabi maddi olmayan varlığa ilişkin nakit akışlarının yaratılmasında kullanılan yardımcı varlıkların fiilî veya makul getirisini yansıtan maliyet bedelidir.

3. Varlığın Tanımlanması

3.1. UDS 210 uyarınca, değerlemeye tabi maddi olmayan varlığın, türü ve sahip olduğu hak veya menfaatin niteliği dikkate alınarak tanımlanması gerekmektedir. UDS 210'da yer verilen Yorumlar'da, tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar ile tanımlanamayan bir maddi olmayan varlık olan serefiye arasındaki ayrıma ilişkin açıklamalara yer verilmektedir. Özetle, bir maddi olmayan varlık, işletmeden ayrılabilir olması veya bir sözleşme ilişkisinden veya diğer yasal haklardan kaynaklanıyor olması halinde tanımlanabilen bir varlıktır.

3.2. UDS 210'da yer verilen Yorumlar'da değerlemeye tabi varlığın ve sahip olduğu hak veya menfaatin niteliğinin açık bir şekilde tanımlanması gerekliliğine uyum sağlanabilmesi amacıyla, dört temel tanımlanabilir maddi olmayan varlık sınıfı tarif edilmektedir. Bunlar aşağıda sıralanmaktadır:

- pazarlamayla ilgili olanlar,
- müşteriler veya tedarikçilerle ilgili olanlar,
- teknolojiyle ilgili olanlar, ve
- sanatsal amaçlarla ilgili olanlar.

Söz konusu varlık sınıflarının her biri ve sahip oldukları hak veya menfaatin türleri takip eden bölümlerde daha kapsamlı bir şekilde ele alınmaktadır.

3.3. Pazarlamayla ilgili maddi olmayan varlıklar öncelikle ürünlerin veya hizmetlerin pazarlama veya tanıtımında kullanılırlar. Aşağıda söz konusu varlıklarla ilgili, bunlarla sınırlı olmamak üzere, bazı örneklerle yer verilmektedir:

- ticari markalar, ticari isimler, hizmet markaları, ortak markalar ve onaylı markalar,

- ticari form (ürüne özgü renk, şekil veya ambalaj tasarımı),
- gazete künyeleri,
- internet alan adları veya
- rekabet etmeme anlaşmaları

“Marka” kelimesi çoğunlukla pazarlamayla ilgili varlıkları tarif etmek için kullanılmakta olup, esasen ayrı ayrı tanımlanabilen, dolayısıyla da şerefiyeden ayrıştırılabilen bir grup tamamlayıcı varlıkla ilgili genel bir tanımlamadır. Ticari markalar, ticari isimler veya ticari form gibi pazarlamayla ilgili varlıklarla ilişkili genellikle yasalar çerçevesinde tescil ile koruma altına alınmaktadır.

3.4. Müşteriler veya tedarikçilerle ilgili maddi olmayan varlıklar müşteri veya tedarikçilerle ilişkilerden veya bunlar hakkındaki bilgilerden kaynaklanırlar. Aşağıda söz konusu varlıklarla ilgili, bunlarla sınırlı olmamak üzere, bazı örneklerle yer verilmektedir:

- reklam, inşaat, yönetim, hizmet veya tedarik sözleşmeleri,
- lisans veya isim hakkı sözleşmeleri,
- hizmet sağlayıcı ile yapılan sözleşmeler,
- sipariş kayıtları,
- istihdam sözleşmeleri,
- sondaj, su, hava, ağaç kesme ve uçak kalkış/varış saatleri gibi kullanım hakları,
- franchise sözleşmeleri,
- müşteri ilişkileri veya
- müşteri listeleri

Bu örneklerden de anlaşılabileceği üzere, müşteri veya tedarikçi ilişkilerinden kaynaklanan varlık hakları, müşteri ilişkileri ve müşteri listeleri gibi sözleşmeye dayanmayan varlıklara da önemli bir değer atfedilebilmesine karşın, genellikle sözleşme kaynaklıdır.

3.5. Teknolojiyle ilgili maddi olmayan varlıklar, belirli bir teknolojinin veya formülün kullanımına ilişkin sözleşmeye dayanan veya dayanmayan haklardan kaynaklanan aşağıdaki gibi varlıklardır:

- patentler ve tasarım patentleri,
- özellikli bir işlem için kullanılan alet veya makinelerin özgün tasarımı,
- bir ürünün imalatında kullanılan bir formül veya reçete,

- o bilgisayar yazılımı veya
- o bir tasarım veya özgün bir ürün türü

Teknolojiyle ilgili maddi olmayan varlık hakları genellikle yasalar tarafından korunmakla birlikte, sözleşme ile tanınabileceği gibi tescilli bir know-how (ticari sırlar) ile zımnen koruma altına da alınabilir.

3.6. Sanatsal amaçlarla ilgili maddi olmayan varlıklar, sanatsal çalışmalardan elde edilen isim hakkı benzeri faydalardan kaynaklanan aşağıdaki gibi varlıklardır:

- o sahne oyunları ve performansa dayalı diğer eserler,
- o kitap, gazete ve diğer edebî eserler,
- o film, televizyon ve diğer görsel medya araçları,
- o şarkı sözleri de dâhil olmak üzere müzik (yayımlanmış veya icra edilmiş) veya
- o fotoğraf, illüstrasyon, çizim ve tablolar

Sanatsal amaçlarla ilgili maddi olmayan varlık hakları genellikle yasalar (telif hakkı yasaları) tarafından korunmakla birlikte, sözleşme ile de tanınabilir.

3.7. Maddi olmayan varlıkların, ticari markalar, telif hakları ve patentler gibi, topluca fikri mülkiyet hakları olarak bilinen haklar yoluyla korunmasına ilişkin hususlar, esasen fikri mülkiyet haklarının koruma altına alındığı ülkenin yasalarıyla belirlenmektedir. Ancak, söz konusu korumanın kapsamı genellikle anlaşmaya taraf devletlerin fikri mülkiyet haklarını karşılıklı olarak tanımayı kabul ettiği çeşitli uluslararası anlaşmalar ile genişletilmektedir. Bu anlaşmaların en başında, üye devletlerin fikri mülkiyet yasalarını uyumlaştırmayı amaçlayan Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) Ticaretle Bağlantılı Fikrî Mülkiyet Anlaşması gelmektedir. Bu anlaşmaya uyum sağlanması DTÖ'ye katılmak isteyen her devlet için bir zorunluluktur. Bununla birlikte, DTÖ anlaşmasından farklı veya başka devletlerin taraf olduğu belirli varlık türlerine özgü anlaşmalar da yapılabilir.

3.8. Ayrıca, devletler arasında anlaşmaların uygulama veya yürütme şekli bakımından farklar da bulunmaktadır. Bir maddi olmayan varlığın fiilî veya potansiyel kullanımının uluslararası nitelikte olması ve hakların yasal korumaya tabi bulunması halinde, anlaşmanın geçerli olduğu coğrafi kapsam ve söz konusu varlıkla ilişkili hakların kullanım alanları ile ilgili olarak uzman hukukçulardan danışmanlık hizmeti alınması gerekebilir.

3.9. Sözleşmeye dayanan mülkiyet hakları resmî bir hukuki sözleşme ya da karşılıklı yazışmalar ile kayıt altına alınabilir. Hakların bir sözleşme veya anlaşma ile tanınması hâlinde, söz konusu sözleşme veya anlaşmanın koşulları, değerlemeye tabi hakların tanımı için önem arz etmektedir.

Bazı anlaşmaların süresi sınırlı olabilir ya da hakkın devri ile ilgili değer üzerinde önemli etkiye sahip olabilecek kısıtlamalar içerebilir.

3.10. Müşteri ilişkileri veya ticari sırlar gibi bazı maddi olmayan varlıklar, fiili bir mülkiyet hakkı söz konusu olmaksızın sahibine ayrıcalık tanır. Bu maddi olmayan varlıkların herhangi bir sözleşmeye dayanması gerekmemekte; hatta, bir şirket veya bir kişi bunların sahibi olup ekonomik faydalarını elde edebilir.

3.11. Her ne kadar tanımlanabilir bir maddi olmayan varlığı tek başına değerlemek zaman zaman uygun ve mümkün olsa da, söz konusu maddi olmayan varlığı diğer maddi veya maddi olmayan varlıklardan bağımsız değerlemenin mümkün veya uygulanabilir olmadığı başka durumlar olabilir. Değerlemeyi gerçekleştiren, bir maddi olmayan varlığın tek başına veya diğer varlıklar ile birlikte değerlemeye tabi tutulup tutulmadığını raporunda açık bir şekilde belirtmelidir. Değerlemenin diğer varlıklar ile birlikte yapılması halinde, değerlemeyi gerçekleştiren, söz konusu varlığın değerlendirme amacı için diğer varlık(lar) ile bütünleştirilmesine neden ihtiyaç duyulduğunu açıklamalı ve söz konusu varlığın hangi varlık(lar) ile bütünleştirildiğini açık bir şekilde tarif etmelidir.

3.12. Şerefiye, ilgili olduğu işletmeden ayrılamaz olması sebebiyle tanımlanamayan bir maddi olmayan varlıktır. Şerefiyenin ayrılabilir, dolayısıyla da bir bütün olarak tanımlanabilir olmamasına rağmen, şerefiyeye katkıda bulunan bazı unsurları tanımlamak mümkündür. Aşağıda söz konusu unsurlarla ilgili, bunlarla sınırlı olmamak üzere, bazı örneklerle yer verilmektedir:

- İki veya daha fazla işletmenin birleşmesi sonucunda elde edilen, işletme maliyetlerinde azalma, ölçek ekonomisi veya ürün çeşitliliğindeki dinamikler gibi, şirkete özgü sinerjiler,
- faaliyeti farklı pazarlara genişletme fırsatları,
- işgücünün üyeleri tarafından geliştirilen fikri mülkiyet haklarından ayrı olmak kaydıyla, oluşturulan bir işgücünden elde edilen fayda,
- potansiyel müşterilerden elde edilecek fayda veya
- tesis edilen bir iş ağından elde edilen fayda

3.13. Genel anlamda şerefiyenin değeri, tanımlanabilir maddi, maddi olmayan ve parasal varlıkların güncel veya potansiyel yükümlülöklere göre düzeltilmiş değerlerinin, işletmenin değerinden düşölmesi sonrasında kalan artıktır.

4. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

- 4.1. Maddi olmayan varlıkların değerlemesinde Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi'nde tanımlanan temel yaklaşımlar olan pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımının üçü de uygulanabilir. Bu bölümde, her bir yaklaşıma ilişkin temel yöntemler ele alınmaktadır. Reel opsiyon teorisi gibi, belirli durumlarda birtakım maddi olmayan varlık türlerinin değerlemesi için uygun olabilmelerine karşın yaygın bir şekilde kullanılmamalarından dolayı bu TBN'de ele alınmayan başka değerlendirme yöntemleri de mevcuttur.
- 4.2. En uygun değerlendirme yaklaşımının belirlenmesinde, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığın niteliği ve özellikleri ile bu varlığın yer aldığı pazarın niteliği ve özelliklerinin anlaşılması genellikle önem arz etmektedir. Alternatif bir yöntemi uygulamak için gerekli parametrelerin çıkarımının maddi olmayan varlığın temel yöntemlere göre hesaplanan değeri kullanılarak yapılabilmesi için yeterli veri olabilir. Bu işlem bazen 'tersine mühendislik' olarak da adlandırılmaktadır. Örneğin:
- bir maddi olmayan varlık temel yöntem olarak isim hakkından kurtulma yöntemi veya kazanç primleri yöntemi kullanılarak değerlendiriliyorsa, örneğin hasıllata ve pazarlama masrafları sonrasındaki net katkıya ilişkin zımni çarpanlar hesaplanıp tanımlanmış benzer piyasa işlemleriyle karşılaştırılabilir, veya
 - bir maddi olmayan varlık temel yöntem olarak çok dönemli fazla kazanç yöntemi veya ikame maliyeti yöntemi kullanılarak değerlendiriliyorsa, isim hakkından kurtulma yöntemi kullanılmış olsaydı kullanılacak zımni isim hakkı bedelleri hesaplanabilir; daha sonra da bu oranların uygun olup olmadığı değerlendirilebilir.
- 4.3. UDS 210'da yer verilen Yorumlar'da da belirtildiği üzere, birçok maddi olmayan varlığın benzer olmayan unsurlardan oluşan yapısı nedeniyle, değer elde edilmesi için diğer varlık sınıflarına göre birden fazla yöntemin ve yaklaşımın kullanılmasına genellikle daha çok ihtiyaç duyulmaktadır.
- 4.4. Uygulanan değerlendirme yönteminden bağımsız olarak, varlığın değeri ile ilgili çapraz kontrollerin veya uygunluk kontrollerinin kapsamında önemli bir unsur olarak bir duyarlılık analizi dâhil edilebilir ve uygun görülmesi halinde bu analizin yapılmasına karar verilebilir.

5. Pazar Yaklaşımı

- 5.1. Pazar yaklaşımı ile, değerlendirme konusu varlığın, fiyat bilgisi mevcut aynı veya benzer varlıklarla kıyaslanması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

5.2. Pazar yaklaşımının maddi olmayan varlıklara uygulanması için gereken girdiler aşağıda yer almaktadır:

- aynı veya benzer maddi olmayan varlıklar ile ilgili fiyat ve/veya değerlendirme çarpanları ve
- değerlendirme konusu varlık ile işlemlere konu olan varlıkların ayırtıcı özelliklerini yansıtmak için işlem fiyatları veya değerlendirme çarpanlarında yapılması gerekli düzeltmeler

5.3. Bir değerlendirme çarpanı genellikle bir varlığın işlem fiyatının belirli bir seviyede gerçekleşmiş veya gerçekleşmesi beklenen hasılat veya kâr gibi finansal bir parametreye bölünmesiyle belirlenir. Değerleme çarpanları, birim satış fiyatının tespitinde olduğu gibi, önemli bir finansal olmayan faaliyet parametresi dikkate alınarak da hesaplanabilir.

5.4. Maddi olmayan varlıkların çoğunun benzer olmayan unsurlardan oluşan yapılara sahip olmaları nedeniyle, değerlendirme konusu varlığın değerinin tespitinde karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilecek kendisiyle aynı bir varlığa ait işlem verisi nadiren bulunabilir. Pazara kanıtlarının birbirinin aynı varlıklardan ziyade benzer varlıklar ile ilgili olması daha muhtemeldir. İşleme ait kanıtların mevcut olması halinde, değerlendirme konusu varlık ile karşılaştırma ölçütü olarak kullanılan varlık arasındaki farklılıkları ve bu farklılıkların göreceli değerler üzerinde nasıl bir etkide bulunduğunu tespit etmek amacıyla bir çalışma yapılmalıdır. Farklılıklar arasında:

- coğrafi kapsam,
- işlevsellik,
- pazar payı,
- erişim sağlanan pazarlar (örneğin bir varlık B2B pazarında ve bir diğer varlık B2C pazarında olabilir) veya
- karşılaştırma ölçütü olarak alınan işlemin tarihi ve değerleme tarihi yer alabilir.

5.5. Bu çalışmanın amacı, tanımlanan faktörler kapsamında karşılaştırma ölçütü olarak belirlenen işlemde elde edilen fiyatın, değerlendirme konusu varlığı içeren varsayımsal bir işlemdeki fiyattan daha yüksek veya düşük olup olmadığının ortaya konulmasıdır. Mümkünse artış veya düşüş miktarı hesaplanmalıdır. Mümkün değilse, ilgili faktörün işleme konu varlık ile kıyaslandığında değer üzerinde önemli bir etkisinin olup olmadığı gibi olabildiğince fazla nitel bilgi raporlanmalıdır.

5.6. Karşılaştırma ölçütü olarak değerlendirilen işlemin koşullarının belirlenmesine de dikkat edilmelidir. İşlem fiyatı ilişkili taraflar arasında belirlenmiş olabilir, satıcı satış baskısı altında

kalmış olabilir veya alıcı yalnızca kendisinin faydalanabileceği sinerjilerden dolayı daha yüksek bir fiyat ödemeye niyetlenmiş olabilir.

- 5.7. Genellikle bir işlem ile ilgili tüm bilgiler kamuya açık olmayabilir, erişimi zor veya imkânsız olabilir ya da sır kapsamında değerlendirilebilir. Değerlemeyi gerçekleştiren, satıcı tarafından garanti ve tazminat hakkı verilip verilmediği, herhangi bir teşvikin söz konusu olup olmadığı veya vergi planlamasının işlem üzerinde etkisi gibi koşullar ile ilgili detayları bilmeyebilir. Hakkında tam bilgi sahibi olunmayan işlemlere dayanılırken azami dikkat gösterilmelidir.
- 5.8. İşlemlerin tanımlanabildiği ve ödenen fiyat ile ilgili bilgilerin mevcut olduğu durumlarda dahi, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığı işleme konu varlıklardan ayıran özellikleri veya nitelikleri yansıtmak için, değerlendirme çarpanları ya da fiyatlar üzerinde yapılması gerekli uygun düzeltmeleri tespit etmek zor olabilir. Belirtilen zorlukların pazar yaklaşımının uygunluğunu kısıtlayabilmesi nedeniyle, bu yöntem genellikle yalnızca çapraz kontrol amaçlı kullanılmaktadır.

6. Gelir Yaklaşımı

- 6.1. Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan değerlendirme yöntemlerinde, maddi olmayan varlığın değeri, söz konusu varlığa sahip bir pazar katılımcısı tarafından elde edilmesi makul surette beklenebilecek gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- 6.2. Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan tüm maddi olmayan varlık değerlendirme yöntemleri, bazı girdileri için ileriye dönük finansal bilgiler (İDFB) gerektirmektedir. Gelir akışı, hasılat, faaliyet kârı, nakit akışı ve diğer finansal parametreler ilişkili olacaktır. Bu finansal parametrelerin tahminleri değerlemenin güvenilirliği açısından çok önemlidir.
- 6.3. İDFB'nin tahmininde göz önünde bulundurulacak örnek faktörlere aşağıda yer verilmektedir:
- varlık veya varlık grubunun kullanımından beklenen hasılat ve tahminî pazar payı,
 - gerçekleşmiş kâr marjları ve piyasa beklentileri göz önünde bulundurularak söz konusu kâr marjlarında meydana gelmesi beklenen sapmalar,
 - varlık veya varlık grubundan elde edilen gelirin vergisi,
 - varlığı kullanan işletmenin işletme sermayesi, yatırım harcaması gereksinimi veya yenileme maliyetleri ve
 - kesin tahmin süresi sonrasındaki dönemde, varlığın beklenen ömrü için uygun ve ilgili endüstriyi, ilgili ekonomileri ve piyasa beklentilerini yansıtan büyüme oranları.

- 6.4. Bu girdilerin dayandığı varsayımlar, kaynakları ile birlikte değerlendirme raporunda belirtilmelidir.
- 6.5. Tahmin süresinin, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığın beklenen bakiye faydalı ömrü ile tutarlı olarak değerlendirilmesi gerekir. Bir maddi olmayan varlığın ömrünün sınırlı veya sınırsız olabilmesi nedeniyle, tahmini nakit akışları da sınırlı bir süre için olabileceği gibi sonsuza kadar da sürebilir.
- 6.6. Farklı kaynaklardan elde edilen IDFB'nin değerlemede kullanılabilmesi için uygun olup olmadığının karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Karşılaştırmalı değerlendirme, IDFB'nin dayandığı varsayımların üzerinde tutarlılık kontrolleri yapılması işlemidir. Bu işlem, pazar değerini tespit etmek amacıyla değerlendirme yapılırken, girdilerin, doğruluklarının ve güvenilirliklerinin değerlendirilmesi ve artırılması için, pazardan elde edilen veriler ile karşılaştırılmasını içerecektir.
- 6.7. IDFB'nin maddi olmayan varlıkların pazar değerini, büyüme oranlarını, marjları, vergi oranlarını, işletme sermayesini ve yatırım harcamasını tespit etmek için kullanılması halinde, karşılaştırmalı değerlendirme işlemi, mümkünse pazar katılımcılarından elde edilen benzer veriler ile kıyaslama yapılmasını içermelidir.
- 6.8. IDFB girdilerini etkileyen diğer faktörler arasında ekonomik ve siyasi görünüm ve ilgili hükümet politikası yer alabilir. Kur, enflasyon ve faiz oranları gibi hususlar, farklı ekonomik ortamlarda kullanılan maddi olmayan varlıkları oldukça farklı derecelerde etkileyebilir. Bunun gibi faktörlerin ilgili varlığın değerlemeye tabi tutulduğu pazarı ve sektörü nasıl etkilediğinin göz önünde bulundurulması gerekir.
- 6.9. Nakit akışlarının sonsuza dek süreceğinin öngörülmesi halinde, kullanılan büyüme oranlarına özellikle dikkat edilmelidir. Daha yüksek bir büyüme oranına gerekçe gösterilmediği sürece, bu oranlar ilgili ürün, sektör, ülke veya ülkeler için uzun vadeli ortalama büyüme oranlarını aşmamalıdır.
- 6.10. Bir maddi olmayan varlığın değerini belirlemek için IDFB kullanılırken, dayanan varsayımlardaki muhtemel sapmaların etkisinin değerlendirilmesi amacıyla tespit edilen varlık değerine bir duyarlılık analizi uygulanmalıdır. Tespit edilen varlık değerinin en duyarlı olduğu IDFB unsurları, dayandıkları varsayımların yansıtılan ilgili tüm faktörler ile birlikte mümkün olduğunca desteklenebilir olmasının sağlanması amacıyla, gözden geçirilmelidir. IDFB'nin indirgeme tekniklerinin kullanıldığı bir değerlendirme yöntemi için girdi teşkil ettiği durumlarda, nakit akışı tahminleri ile tutarlı bir indirgeme oranının seçilmesine dikkat edilmelidir¹.

¹ Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi, TBN 1 İndirgenmiş Nakit Akışları'na bakınız.

Değerleme Yöntemleri

- 6.11. Maddi olmayan varlıkları gelir yaklaşımı kapsamında değerlemek için kullanılan çeşitli değerlendirme yöntemleri bulunmaktadır. Bu TBN'ye konu edilen en yaygın yöntemlere aşağıda yer verilmektedir:
- isim hakkından kurtulma yöntemi veya isim hakkı tasarruf yöntemi,
 - kazanç primleri yöntemi veya artık gelir yöntemi,
 - fazla kazanç yöntemi ve
 - sıfırdan yatırım (greenfield) yöntemi.
- 6.12. Bu yöntemlerin her birinde, indirgenmiş nakit akışı teknikleri veya bazı istisnai durumlarda değerlendirme çarpanı kullanmak suretiyle, IDFB'ye dayalı olarak değerlendirme konusu varlığa atfedilebilir tahminî nakit akışlarının indirgenmesi söz konusudur.
- 6.13. Beklenen gelir akışlarının veya buna alternatif olarak varlığın kullanımından elde edilebilecek maliyet tasarruflarının kapitalizasyonuna ek olarak, bir işlemde aktifleştirilmiş varlığın amortismanı ile ortaya çıkan vergi indiriminin de dikkate alınması uygun olabilir. Vergi amortisman faydası (VAF) olarak da bilinen bu düzeltme, bir varlıktan elde edilebilecek gelirin yalnızca bu varlığın kullanımından doğrudan elde edilebilecek geliri değil, varlığı satın alan tarafından ödenecek vergideki indirimi de içerdiği gerçeğini yansıtmaktadır. Bu fayda, büyük ölçüde, ilgili ülkedeki maddi olmayan varlığa ilişkin amortisman, dolayısıyla da vergi kalkanı, imkânlarına olduğu kadar ilgili vergi oranları ve amortisman teamülleri ile ilgili varsayımlara bağlıdır.
- 6.14. Pazar değerinin tahmin edildiği durumlarda, vergi amortismanına ilişkin nakit akışı düzeltmelerinin, sadece, ilgili vergi rejiminin pazardaki varlığı satın alan tarafın vergi amortisman faydasını kullanmasına imkân tanınması hâlinde yapılması gerekir. Bir varlık pazar değeri dışındaki bir değer esasına göre değerlemeye tabi tutulurken ise, amortismanın değer esası ve benimsenen yaklaşım ile tutarlı olması hâlinde bir VAF düzeltmesi yapılması gerekir. Bu itibarla, işletmeye özel bir değerlendirme yapılması hâlinde, VAF düzeltmesinin, sadece, vergi amortismanının ilgili işletme tarafından gelir yaklaşımının uygulanması sırasında kullanılabilir olması şartıyla yapılması gerekmektedir.

İsim hakkından kurtulma yöntemi

- 6.15. İsim hakkından kurtulma veya isim hakkı tasarruf yönteminde, maddi olmayan varlık değeri, maddi olmayan varlık için üçüncü bir taraftan lisans alınmasıyla kıyaslandığında, varlığa sahip olmakla kazanılacak varsayımsal isim hakkı ödemelerinin değerine dayanılarak

tespit edilir. Bu yöntemde, varsayımsal bir isim hakkı kullanıcısının varsayımsal bir isim hakkı verene varlığın faydalı ömrü boyunca yapması gereken toplam isim hakkı ödemeleri tahmin edilir. Uygun görülmesi halinde, varlığın ömrü boyunca yapılması gereken isim hakkı ödemeleri üzerinde vergi düzeltilmesi yapılır ve bugünkü değere indirgenir.

6.16. İsim hakkından kurtulma yönteminde aşağıdaki değerlendirme girdilerinin bir kısmı veya tamamı kullanılmalıdır:

- varlık üçüncü tarafça lisanslanmış olsaydı, ödenecek olan varsayımsal isim hakkı bedelinin tahmini,
- finansal parametreler için yapılan projeksiyonlar, örneğin maddi olmayan varlığın ömrünün tahminiyle birlikte maddi olmayan varlığın ömrü boyunca isim hakkı bedelinin uygulandığı gelirlerin projeksiyonu,
- varsayımsal isim hakkı bedeli ödemeleri sonucunda sağlanacak vergi indirimi oranı,
- isim hakkı kullanıcısı tarafından varlığın kullanımı sırasında katlanılacak pazarlama maliyetleri ve tüm diğer maliyetler,
- varlığın varsayımsal isim hakkı ödemelerini bugünkü değere dönüştürmek üzere uygun bir indirgeme oranı veya kapitalizasyon oranı.

6.17. İsim hakkı bedelleri genellikle varlığı kullanırken elde edilmesi beklenen hasılatın bir yüzdesi şeklinde uygulanmaktadır. Bazı durumlarda ise, isim hakkı ödemeleri hasılat veya başka bir finansal parametreye dayalı dönemsel tutarların yanı sıra peşin yapılan toplu bir ödemeyi de içerebilir.

6.18. Varsayımsal isim hakkı oranını elde etmek için iki yöntem kullanılabilir. Birincisi pazarda aynı veya benzer varlıklar için ödenen isim hakkı bedeline dayanır. İsim hakkı bedelleri, değerlendirme konusu varlığın lisanslandığı mevcut veya geçmiş bir sözleşme ya da diğer aynı veya benzer varlıklar için yapılan lisanslama sözleşmeleri esas alınarak elde edilebilir. Bu yöntemin ön koşulu, muvazaasız ve düzenli isim hakkı ödemelerine sahip, karşılaştırılabilir maddi olmayan varlıkların mevcudiyetidir. Elde edilen sonucun ekonomik olarak uygunluğunun sağlanabilmesi amacıyla, kârların paylaştırılması yöntemi kullanılarak çapraz kontrol yapılması genellikle fayda görülmektedir.

6.19. Aynı veya benzer varlıklarla ilgili isim hakkına ilişkin pazar bedellerinin olmaması halinde kullanılan ikinci yöntem ise, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığın kullanım hakkına yönelik, istekli bir isim hakkı kullanıcısı ile istekli bir isim hakkı veren arasında muvazaasız bir işleme dayanılarak yapılacak varsayımsal isim hakkı ödemelerinden elde edilen kârların

paylaştırılması esasına dayanır. Makul bir paylaşım yüzdesi, varlığın beklenen kârı yaratması için isim hakkı kullanıcısı ile isim hakkı veren tarafından talep edilecek ilgili yatırım gibi somut olayın koşulları dikkate alınarak tespit edilir. Genel olarak kıyaslanabilir bir varlıkla ilgili isim hakkı bedelleri esas alınmak suretiyle çapraz kontrol yapılabilir.

6.20. İsim hakkına ilişkin olarak elde edilen tüm bilgiler, karşılaştırılabilir isim hakkı sözleşmesi ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farkları yansıtmak amacıyla düzeltmeye tabi tutulmalıdır. Değerleme konusu varlık ile diğer isim hakkı sözleşmelerini karşılaştırırken göz önünde bulundurulması gereken faktörlere aşağıda yer verilmektedir:

- İlişkili taraf olmalarında olduğu gibi isim hakkı kullanıcısı ve isim hakkı veren ile ilgili olarak isim hakkı bedelini etkileyebilecek belirli faktörler,
- münhasırlık koşulları,
- isim hakkı kullanıcısı veya isim hakkı verenin, pazarlama ve reklam giderleri gibi belirli maliyetlerden sorumlu olup olmadığı,
- lisansın başlangıç tarihi ve geçerlilik süresi,
- lisansın vadesi veya
- pazar konumu, coğrafi kapsam, işlevsellik, B2B ürünleri ile mi yoksa B2C ürünleri ile mi kullanıldıkları gibi varlığı farklı kılan özellikler

6.21. Seçilen isim hakkı bedeliyle ilgili uygunluk kontrolleri de yapılmalıdır. Örnek bir uygunluk kontrolünde, brüt kâr veya faaliyet kârı gibi belirli bir düzeydeki toplam kâr ile lisans ücretinin belirlenmesinde seçilen isim hakkı bedelinin kullanılması hâlinde isim hakkı kullanıcısının ve isim hakkı verenin bu kârın ne kadarını elde edebileceği karşılaştırılır. Daha sonrasında böyle bir kâr paylaşımının uygun olup olmadığı gözden geçirilebilir.

6.22. Tespit edilen kâr paylaşımı pazar gözlemlerinin işaret ettiği aralıklardan önemli ölçüde farklıysa:

- Bu durum, örneğin değerlendirme konusu varlığın yüksek veya düşük seviyede karmaşık olması ve bu nedenle isim hakkı veren için normal getiriden daha yüksek veya daha düşük bir kazanç sunması gibi belirli faktörlerden kaynaklanabilir,
- seçilen isim hakkı bedelinin uygun olup olmadığının tekrar değerlendirilmesi gerekebilir veya
- benimsenen değer esasına bağlı olarak, pazar katılımcıları tarafından benimsenenden farklı bir isim hakkı bedeli uygun olabilir.

Yukarıda yer verilen hususlar yöntemin potansiyel eksikliklerinin bir göstergesidir. Sapmaların başka nedenleri de olabilir ve ilgili düzeltmeler profesyonel muhakeme gerektirebilir.

Kazanç Primleri Yöntemi

- 6.23. Kazanç primleri veya artık gelir yönteminde maddi olmayan varlığın değeri, varlığı kullanan bir işletmenin elde edeceği tahmini nakit akışları veya kârların, varlığı kullanmayan bir işletmenin elde edeceği tahmini nakit akışları veya kârlar ile karşılaştırılması suretiyle belirlenir. Varlığın kullanılması ile elde edilebilecek tahmini artık kârlar veya nakit akışları bundan sonra hesaplanır. Tahmini dönemsel tutarlar, uygun bir indirgeme faktörü veya uygun kapitalizasyon çarpanı kullanılarak bugünkü değere getirilir.
- 6.24. Kazanç primleri yöntemindeki temel girdilere aşağıda yer verilmektedir:
- maddi olmayan varlığı kullanan bir pazar katılımcısı tarafından yaratılması beklenen tahmini dönemsel kâr, maliyet tasarrufları veya nakit akışları,
 - maddi olmayan varlığı kullanmayan ya da bir pazar katılımcısı tarafından yaratılması beklenen tahmini dönemsel kâr, maliyet tasarrufları veya nakit akışları ve
 - tahmini dönemsel kârı veya nakit akışlarını kapitalize etmek için uygun kapitalizasyon çarpanı veya indirgeme oranı.
- 6.25. Değerleme konusu maddi olmayan varlıkla ve onsuz elde edilebilecek nakit akışlarının tahminleri, aşağıdakile esas alınarak yapılmalıdır:
- varlığın sahibi işletmenin faaliyetleri,
 - hakkında kamuya açık bilgilerin olduğu benzer veya aynı maddi olmayan varlıkları kullanan işletmeler,
 - değerlemeyi gerçekleştirenin kendi mülkiyetindeki veritabanları ve
 - mevcut diğer araştırmalar.
- 6.26. IDFB'nin varlığın sahibi işletmeden elde edildiği durumlarda, bu bilgilerin test edilmesi veya pazardaki diğer veriler ile karşılaştırılması gerekir. Değer esasına bağlı olarak, tahminlerdeki işletmeye özgü faktörlere göre düzeltme yapılması gerekebilir.
- 6.27. Değerleme konusu maddi olmayan varlığın kullanımından kaynaklanan nakit akışlarının hariç tutulduğu tahmini nakit akışlarının, varlığın başka bir maddi olmayan varlıktan etkilenmesi nedeniyle örnek teşkil etmemesinin sağlanması amacıyla bu yaklaşımın kullanılması sırasında dikkatli olunmalıdır. Karşılaştırma için kullanılan başka bir işletmede elde edilen kârların, hiçbir markanın söz konusu olmadığı durumlardan ziyade “kendi adını

taşıyan” bir markaya dayanması buna örnek olarak verilebilir. Böyle durumlarda, tanımlanan kazanç primi ve değerlendirme konusu maddi olmayan varlığa atfedilebilen değer olması gerekenden düşük olacaktır.

6.28. Bu yöntem, kullanımı ile hem maliyetten tasarruf edilen hem de ilave kâr yaratılan maddi olmayan varlıkları değerlemek için kullanılabilir. Bir varlıkla veya onsuz farklı kârların yaratılabildiği durumlara aşağıdakiler örnek olarak verilebilir:

- aynı işletme tarafından hem markalı hem de markasız etiket ile satılan bir içecek ve
- farklı tahminî nakit akışları yaratan bir rekabet etmeme anlaşması

6.29. Görünürde karşılaştırılabilir bir marka ile değerlendirme konusu maddi olmayan varlık arasında olabilecek yatırım düzeyi farklılıkları da dikkate alınmalıdır. Markalı bir ürün, satış fiyatının daha yüksek olması nedeniyle, markasız bir üründen daha yüksek brüt kârlar üretebilir. Ancak, markalı bir ürün için, markasız ürün için söz konusu olmayan reklam ve pazarlama giderlerine katlanması gerekir. Benzer bir şekilde, yeni bir üretim teknolojisi üretim maliyetlerini düşürmekle birlikte, ek makine alımı gerektirmektedir. Teknoloji değerlemesinde ise, ek makine getirisi ve maliyeti de hesaba katılmalıdır.

Fazla Kazanç Yöntemi

6.30. Fazla kazanç yönteminde, bir maddi olmayan varlığın değeri, değerlendirme konusu maddi olmayan varlığa atfedilebilen nakit akışlarından diğer varlıkların katkı sağladığı kısım düşüldükten sonra hesaplanan bugünkü değeri olarak tespit edilir. Bu yöntem, genellikle, finansal raporlama veya vergi mevzuatı gibi uygulamaların, iktisap edenin bir işletme için ödediği toplam fiyatın, maddi varlıklar, tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar ve şerefiye arasında pay etmesini gerektirdiği değerlemelerde kullanılır.

6.31. Fazla kazanç yöntemi, “çok dönemli fazla kazanç yöntemi” olarak adlandırılan birden çok döneme ait tahmini nakit akışının kullanılmasıyla uygulanabileceği gibi, “tek dönemli fazla kazanç yöntemi” olarak adlandırılan tek bir döneme ait tahmini nakit akışının kullanılmasıyla da uygulanabilir. Uygulamada, bir maddi olmayan varlık genelde birden fazla dönem boyunca parasal fayda sağladığı için çok dönemli fazla kazanç yöntemi daha yaygın bir şekilde kullanılır.

6.32. Fazla kazanç yöntemi uygulanırken, bunlarla sınırlı olmamak üzere, aşağıdaki girdilerin dikkate alınması gerekir:

- değerlendirme konusu maddi olmayan varlığın nakit akışlarına katkıda bulunduğu işletmeden elde edilebilir tahmini nakit akışları – bu tahmin, gelir ve giderlerin, ilgili işletmeye veya

işletmenin değerlendirme konusu maddi olmayan varlıktan elde edilebilir tüm geliri içeren varlık grubuna uygun bir şekilde pay edilmesini de içerir,

- diğer maddi olmayan varlıklar da dâhil olmak üzere, bu gibi işletme(ler)deki diğer tüm varlıklara ilişkin yardımcı varlık bedelleri (bkz. Paragraf 6.37 - 6.41),
- yalnızca değerlendirme konusu maddi olmayan varlığa atfedilebilir beklenen nakit akışlarının bugünkü değere getirilmesini sağlayan uygun bir indirgeme oranı ve
- uygun ve uygulanabilir olması hâlinde VAF.

6.33. Bu yöntem, uygulamada, çoğunlukla diğer yöntemler ile değerlendirilmesi zor olabilen tamamlanmamış araştırma ve geliştirme (TAR&GE) projelerini değerlemek için kullanılmaktadır. Her bir TAR&GE projesinin kendine özgü olmasından dolayı, pazarda gerçekleştirilen benzer varlıklara ilişkin işlemlerden veri elde edilmesi, dolayısıyla da, bir karşılaştırma yaklaşımının kullanılması muhtemel değildir. TAR&GE projelerinde, ek geliştirme süresi ve maliyetleri, işin mahiyeti gereği, nakit akışı (veya maliyet tasarrufu) yaratan varlıktan önce tahmin edilmektedir. Bu maliyetlerin, nakit akışı (veya maliyet tasarrufu) yaratan varlıktan önce yansıtılması amacıyla çok dönemli fazla kazanç gibi bir indirgenmiş nakit akışı çalışması yapılabilir.

6.34. Bu yöntem müşteri ilişkilerini veya müşteri sözleşmelerini değerlemek için de sıklıkla kullanılmaktadır. Yine, pazarda hakkında fiyat bilgisi elde edilebilecek benzer varlıklar ile ilgili işlemler nadiren gerçekleştirilmekte, dolayısıyla da, bir karşılaştırma yaklaşımının kullanılması muhtemel olamamaktadır. Ayrıca, pazarda bu varlıkların kiraya verilmemesi ve sonuçta isim hakkı bedelleri için temel teşkil edebilecek herhangi bir verinin söz konusu olmaması nedeniyle, bu varlıklar için isim hakkından kurtulma yönteminin uygulanması da zordur. Benzer şekilde, müşteri ilişkilerini içermeyen karşılaştırılabilir bir işletme bulunmasının zor olması nedeniyle, kazanç primleri yönteminin uygulanması da mümkün değildir.

6.35. Tahminî nakit akışları, uygun bir indirgeme oranı veya kalan faydalı ömrün belirsiz olduğu basit durumlarda bir kapitalizasyon oranı uygulanma suretiyle bugünkü değere getirilir.

6.36. Genel olarak, bir gruptaki diğer varlıklar ile birlikte nakit akışlarına katkıda bulunan maddi olmayan varlık türleri fazla kazanç yöntemi kullanılarak değerlemeye tabi tutulur. Nakit akışlarının işletme düzeyinde değerlendirilmesi önemli olmakla birlikte, kazanç primleri yöntemi genellikle işletmenin nakit akışı düzeyinin altındaki düzeyde uygulanmaktadır. Bu yöntemde ilk olarak değerlendirme konusu maddi olmayan varlığı kullanan işletmeden veya varlık grubundan kaynaklanması beklenen toplam nakit akışı tahmin edilir. Bu tahminî nakit akışından, değerlendirme konusu maddi olmayan varlık dışındaki maddi, maddi olmayan ve

finansal varlıklar tarafından nakit akışlarına yapılan katkılar düşülür. Bu uygulama, yardımcı varlık bedelleri (YVB) veya “ekonomik rant” uygulaması olarak adlandırılmaktadır.

6.37. YVB hesaplamasının dayandığı ilkelere aşağıda yer verilmektedir:

- o YVB, nakit akışı yaratılmasına katkıda bulunan mevcut ve potansiyel tüm maddi, maddi olmayan ve finansal varlıklar için uygulanmalıdır, ve
- o YVB uygulanması gereken bir varlığın, birden fazla faaliyet kolunda kullanılıyor olması hâlinde, YVB’si ilgili farklı faaliyet kollarına pay edilmelidir.

6.38. YVB, bazı istisnalar saklı olmak kaydıyla, genellikle yardımcı varlıkların fiilî veya makul getirisi olarak hesaplanmaktadır.

- o Uygun yardımcı varlık getirisi, tipik bir basiretli yatırımcının varlıktan beklediği yatırım getirisidir.
- o Bu getiri, bir yatırımcının, varlığın pazar değerine göre hesaplama yapılması hâlinde, talep ettiği getiridir.
- o Yardımcı varlık getirisi, zamanla bozulan varlıklar ile ilgili başlangıçtaki yatırımın geri kazanılmasıdır. Ekonomik amortisman veya yıpranma oranı, finansal raporlama veya vergi amaçlı kullanılan amortisman kalıbından farklılık gösterebilir. Bkz. UDS 300 Finansal Raporlama Amaçlı Değerlemeler, Paragraf G9.

6.39. Nakit akışları vergi sonrası (öncesi) esasıyla tahmin ediliyorsa, YVB tahmini de vergi sonrası (öncesi) olmalıdır. Daha yaygın olan uygulama, maddi olmayan varlıkların vergi sonrası esasıyla değerlendirilmesidir.

6.40. YVB’nin değerlendirildiği varlıklar arasında genel olarak işletme sermayesi, sabit varlıklar, değerlendirme konusu maddi olmayan varlık dışındaki maddi olmayan varlıklar ve her tür işgücü yer almaktadır. YVB ile kâr-zarar hesabındaki maliyetler arasında mükerrer hesaplama olmaması ve benzer şekilde YVB’nin ihmal edilmemesi için gereken tedbirler alınmalıdır. Yüksek değerlemenin engellenmesi amacıyla, şerefîyeye atfedilebilir gelirin maddi olmayan varlıktan elde edilen temel nakit akışlarından hariç tutulması gerekip gerekmediği de dikkate alınmalıdır.

6.41. Değerleme Vakfı’nın *Yardımcı Varlıkların Tanımlanması ve Ekonomik Rantların Hesaplanması* başlıklı yayını konuyla detaylı incelemeleri içerir. Her ne kadar, bu yayında Amerikan muhasebe ve vergi hükümlerine atıf yapılsa da, incelenen değerlendirme yöntemlerinin geniş bir uygulama alanı bulunmaktadır.

Sıfırdan Yatırım (Greenfield) Yöntemi

- 6.42. Sıfırdan yatırım (greenfield) yöntemi, değerlendirme konusu varlık ile ilişkili artık veya “fazla” nakit akışının belirlenmesi bakımından fazla kazanç yöntemi ile kavramsal bir benzerlik taşımaktadır. Ancak, sıfırdan yatırım (greenfield) yönteminde, yardımcı varlıkların katkısını yansıtmak amacıyla YVB’nin nakit akışından düşülmesi yerine, değerlendirme konusu varlığın sahibinin yardımcı varlıkları inşa etmek veya satın almak durumunda olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle, nakit akışından ilk yatırımı temsil eden bir tutar düşülür.
- 6.43. Sıfırdan yatırım (greenfield) yönteminde kullanılan nakit akışları, yardımcı varlıkların satın alınması veya yaratılmasına ilişkin ilk kurulum maliyetlerini kesin olarak modellemek amacıyla kullanılabildiği için, IDFB’nin oluşturulmuş bir faaliyeti yansıttığı durumlarda, faal işletmenin değerine yönelik yararlı bir gösterge sağlayabilir. Sıfırdan yatırım (greenfield) yöntemi en yaygın olarak franchise bazlı maddi olmayan varlıkların değerini tahmin etme yöntemlerinden biri olarak kullanılmaktadır.

7. Maliyet Yaklaşımı

- 7.1. Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, belli bir varlık için, ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesine dayanır. Maddi olmayan varlıkların çoğunun benzer olmayan unsurlardan oluşması nedeniyle, aynı hatta benzer varlıklar için herhangi bir işlem gerçekleşmesi pek mümkün olmamakta (bkz. Paragraf 5.4), bu nedenle de, maliyet yaklaşımında bir alıcının eşdeğer bir varlığı yaparken veya yaratırken katlandığı maliyet dikkate alınmaktadır.
- 7.2. Maliyet yaklaşımında bir maddi olmayan varlığın değeri, söz konusu maddi olmayan varlık, eşit faydaya veya hizmet potansiyeline sahip bir varlığı yaratma maliyeti ile karşılaştırılmak suretiyle belirlenir. Genellikle yeni yaratılan bir maddi olmayan varlık, değerlendirme konusu varlıktan daha büyük bir faydaya sahiptir. Bu gibi durumlarda, yeni varlık oluşturma maliyetinde, değerlendirme konusu varlığın daha düşük olan faydasını yansıtacak, bir düzeltme yapılması gerekmektedir. Bu düzeltme genellikle yıpranma veya amortisman düzeltmesi olarak adlandırılır.
- 7.3. Maliyet yaklaşımı, maddi olmayan varlıkların değerlemesi için, yalnızca, değerlendirme konusu varlığın yeniden üretim veya ikame maliyetini makul surette tahmin etmenin mümkün olduğu durumlarda uygulanabilir. Bu kapsamda:
- yeniden üretim maliyeti, bir varlığın kopyasının üretilmesi için gereken maliyettir. Bu maliyetle, değerlendirme konusu varlığı yaratırken kullanılan süre, yatırım ve süreçler değerleme

tarihinde geçerli olan maliyetler yansıtılır. Bu, en çok son dönemde yaratılmış maddi olmayan varlıklar için uygundur,

- ikame maliyeti, değerlendirme konusu varlık ile aynı fayda veya işlevselliği sunan bir modern eşdeğer varlık yaratmak için gereken maliyetidir. Değişen müşteri zevkleri veya teknolojik değişiklikler gibi pazarda meydana gelen değişikliklerden dolayı, değerlendirme konusu varlığın yaratılmasında kullanılan süreçler daha fazla uygun olmayabilir. İkame maliyeti, potansiyel bir alıcının eşdeğer bir alternatif yaratırken seçebileceği ve değerlendirme konusu varlığı yaratırken kullanılan süreçlerin tekrarlanmasını gerektirmeyen seçeneklere sahip olduğu köklü varlıklar için en uygun seçenektir.

7.4. Maliyet yaklaşımı genellikle, tanımlanabilir gelir akışları veya diğer ekonomik faydaları olmayan maddi olmayan varlıklar için kullanılır. Maliyet yaklaşımının genelde uygulandığı maddi olmayan varlıklara örnek olarak aşağıdakiler verilebilir:

- İşletme bünyesinde geliştirilen (tescilli) yazılımlar,
- internet siteleri ve
- oluşturulan bir iş gücünün faydası (Paragraf 6.41).

7.5. Bir maddi olmayan varlığı değerlemek için maliyet yaklaşımını uygularken göz önünde bulundurulması gereken maliyetler arasında, uygun görülmeleri hâlinde, aşağıdakiler yer almaktadır:

- varlığın yaratılması için gereken işçilik ve her türlü malzeme maliyetleri,
- eşdeğer faydaya sahip bir varlık yaratmak için gereken her tür reklam veya diğer tanıtım faaliyetlerinin maliyeti,
- proje denetimi için gereken yönetim süresinin maliyeti,
- yasal ücretler, lisans ücretleri ve patent tescil ücretleri,
- fırsat maliyeti (eşdeğer bir varlık geliştirmek amacıyla vazgeçilen alternatif yatırımın fırsat maliyeti) ve
- ilgili riskler dikkate alındığında, bir varlık geliştiricisinin makul surette elde etmeyi beklediği kâr

7.6. Bir maddi olmayan varlık için katlanılan araştırma ve geliştirme giderleri için söz konusu olabilecek vergi indirimi etkisinin de göz önünde bulundurulması uygun olabilir.

7.7. Maliyetlerin modern bir modern eşdeğer varlığın yaratılması esasına dayanması hâlinde, değerlendirme konusu varlığı etkileyen işlevsel veya ekonomik yıpranmanın yansıtılması amacıyla bu maliyetten kesintiler yapılması gerekebilir. Bu durum:

- yeni eşdeğer varlığın, değerlendirme konusu varlık yaratıldığında mevcut olmayan bir teknoloji veya know-how kullanılarak geliştirilmesinden veya
- değerlendirme konusu varlığın bakiye ekonomik ömrünün yeni eşdeğer varlıktan daha kısa olmasından

kaynaklanabilir.

8. Diğer Hususlar

İndirgeme Oranları

8.1.TBN'nin 6. Bölümü'nde tarif edilen gelir yaklaşımı kapsamında değerlendirilen çeşitli yöntemler, indirgeme tekniklerinin kullanımını içermektedir. Pek çok maddi olmayan varlığın benzer olmayan unsurlardan oluşan yapılara sahip olmaları, karşılaştırılabilir münferit varlıklara ilişkin indirgeme oranları hakkında güvenilir pazar verilerinin nadiren elde edilebilmesi anlamına gelmektedir. Ancak, pazardan elde edilen oranların geliştirme yönteminin uygulanmasından elde edilen sonuçların uygunluk kontrolü için kullanılması mümkündür.

8.2.Değerleme konusu maddi olmayan varlığın işletmenin temel varlığı olması hâlinde, maddi olmayan varlığa ilişkin indirgeme oranı genellikle işletme için uygulanabilir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) esas alınarak tahmin edilir. Ancak değerlendirme konusu maddi olmayan varlık işletmede kullanılan varlık ve yükümlülüklerin kalanından farklı bir risk profiline sahipse ya da alternatif bir indirgeme oranına işaret eden başka bir kanıt varsa, AOSM oranı uygun olmayabilir.

8.3.Pazar verilerinden uygun bir indirgeme oranının elde edilmesine ilişkin kısıtlamalar nedeniyle, maddi olmayan varlıkların değerlemesinde genellikle Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli kullanılmaktadır.

Bakiye Faydalı Ömür

8.4.Maddi olmayan varlık değerlemesinde göz önünde bulundurulması gereken önemli bir nokta da varlığın bakiye faydalı ömrüdür. Bu süre sözleşme veya sektördeki genel yaşam döngüleri ile sınırlı bir süre olabileceği gibi, diğer varlıklar da belirsiz bir ömre sahip olabilir. Bir varlığın bakiye faydalı ömrünün tahmininde, yasal, teknolojik veya işlevsel ve ekonomik faktörler dikkate alınır. Örneğin, ilaç patenti içeren bir varlık, patentin son kullanma tarihinden önce beş yıllık bir bakiye yasal ömre sahiptir; ancak, üç yıl içinde etkinliği arttırılmış rakip bir ilacın

pazara sürülmesi beklenmektedir. Bu durumda, patentin bakiye faydalı ömrü, sahip olunan know-how'ın muadil bir ilacın üretildiği tarihten sonra dahi değerli olup olmadığı göz önünde bulundurulsa da, yalnızca üç yıl olarak değerlendirilebilir.

Açıklayıcı Örnekler

Giriş

Bu TBN'de bahsedilen çeşitli yöntemlerin nasıl uygulanabileceği aşağıdaki örneklerde gösterilmektedir. Kullanılan temel ilkeleri örneklerle açıklamak için basitleştirilmiş girdi ve hesaplamalar kullanılmıştır. Üç örnek de aynı bilgi setini paylaşırsa da, bu örnekler birbirleriyle bağlantılı değildir. Bir başka deyişle, bir örnekte verilen varsayımlar, bir diğer örnekte verilenlerle tutarlı olmayabilir. Bu doğrultuda, bu örnekler, aynı işletmede kullanılan farklı varlıkların aynı değerlendirme faaliyetinin parçası olarak nasıl değerlendirilmesi gerektiği ile ilgili kapsamlı örnekler olarak kabul edilmemelidir.

Senaryo

Değerlemeyi gerçekleştiren, gıda ürünlerinin distribütörlüğünü yapan bir şirkete ("Şirket") ait maddi olmayan varlıkları değerlemekle görevlendirilmiştir. Kullanılması gereken değer esası, Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi'nde tanımlanan pazar değeridir.

Tahmin dönemi boyunca hasılatın yıllık %4 oranında büyümesi tahmin edilmektedir. Yönetim ilk yılda 200.000.000 PB'lik bir hasılat elde etmeyi ve her yıl %20'lik sabit bir FAVÖK marjını sürdürmeyi beklemektedir. Amortisman hasılatın %2,5'i olarak tahmin edilmektedir. Tahmin dönemi boyunca %23'lük bir uzun vadeli vergi oranı varsayımı yapılmıştır. İşlem tarihi itibarıyla değerlemeyi gerçekleştiren, %8,5'luk bir oranı uygun bir vergi sonrası indirgeme oranı (temel AOSM) olarak belirlemiştir.

Aşağıdaki kriterlerin karşılanması halinde, bir işletme birleşmesinin parçası olarak edinilen tanımlanabilir varlıklar finansal tablolara ayrı olarak alınmaktadır:

- ayrı olarak tanımlanabilir olması,
- bir işletme tarafından kontrol edilmesi ve
- muhtemel bir ekonomik fayda kaynağı olması.

Değerlemeyi gerçekleştiren, bu kapsamda ve yönetimle yaptığı görüşmeyi müteakiben, işlem tarihi itibarıyla Şirket'te aşağıdaki maddi olmayan varlıkların bulunduğunu tespit etmiştir:

1. Şirket tarafından dağıtımı yapılan tüm gıda ürünleri için geçerli olan tescilli bir marka.

2. Şirket ile kurucusu arasında imzalanmış bulunan, Şirket'in satılması sonrasında kurucunun rakip bir şirket kurmasını yasaklayan bir rekabet etmeme anlaşması.
3. Önemli bir müşteri ile imzalanmış bulunan bir distribütörlük anlaşması.

Yönetim, Şirket'in tüm hasılatının tescilli marka ile yapılan satışlardan elde edildiğini bildirmekte ve marka farkındalığının görece güçlü olduğunu düşünmektedir. Değerlemeyi gerçekleştiren, karşılaştırılabilir işlemlerden tespit edilen isim hakkı bedellerini göz önünde bulundurmak suretiyle, bu Şirket için kabul edilmesi uygun olan vergi öncesi isim hakkı bedelinin %5 olduğuna inanmaktadır. Yönetimle yapılan görüşmeler sonucunda, markanın dört yıl boyunca ekonomik fayda sağlaması; sonrasında da yeniden markalaştırma öngörülmektedir. Markanın desteklenmesi için herhangi bir reklam veya pazarlama harcaması yapılmasına gerek olmayacağı düşünülmektedir.

Rekabet etmeme anlaşmasının süresi dört yıldır. Yönetimin tahminlerine göre, rekabet etmeme anlaşmasının olmaması hâlinde, Şirket'in kazanç potansiyeli (FVÖK), ilk yıl için yapılan tahmin tutarının yalnızca %80'i olacak ve dördüncü yıl içinse tahminî FVÖK'ün %95'ine çıkacaktır. Ayrıca, yönetime göre bu kazanç primlerinden elde edilen değere ulaşma olasılığı %75'tir. Değerlemeyi gerçekleştiren, temel AOSM'ye %2'lik bir ilâve risk primi eklenmesini düşünmektedir.

Şirket önemli bir müşteri ile toplam hasılatın yaklaşık %10'unu temsil eden (aynı toplam marjda) dört yıllık bir distribütörlük anlaşması imzalamıştır. Şirket'in niteliği dikkate alındığında, %11'lik bir toplam vergi öncesi yardımcı varlık bedeli, söz konusu distribütörlük anlaşmasından elde edilecek vergi öncesi kazançlar için uygun görülmektedir. Değerlemeyi gerçekleştiren, temel AOSM'ye %1'lik bir ilâve risk primi eklenmesini düşünmektedir.

Örnekler

Aşağıdaki örneklerde, yukarıdaki senaryoda verilen bilgiler ile aşağıda belirtilen yöntemlerin farklı varlıkları değerlemek için nasıl uygulandığı gösterilmektedir:

1. İsim hakkından kurtulma yöntemi– tescilli markayı değerlemek için kullanılmaktadır.
2. Kazanç primleri yöntemi – rekabet etmeme anlaşmasını değerlemek için kullanılmaktadır.
3. Çok dönemli fazla kazanç yöntemi – distribütörlük anlaşmasını değerlemek için kullanılmaktadır.

1. İsim Hakkından kurtulma				
PB				
Yıl	1	2	3	4
Hasılat	200	208	216,3	225
Vergi öncesi isim hakkı ödemesi	10	10,4	10,8	11,3
Vergi	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6
İsim hakkından kurtulma	7,7	8	8,3	8,7
İndirgeme süresi ¹	1	2	3	4
İndirgeme faktörü	0,913	0,834	0,762	0,695
Bugünkü Değer	7	6,7	6,3	6
VAF öncesi makul değer	26			
Temel varsayımlar				
AOSM	8,50%			
Risk primi	1,00%			
İndirgeme oranı	9,50%			
Karşılaştırılabilir isim hakkı bedeli(vergi öncesi)	5,00%			
Vergi	23,00%			

¹Basitleştirmek adına, bu örnekteki nakit akışlarının her bir yılın sonunda elde edildiği varsayılmıştır. Uygulamada, bir maddi olmayan varlıktan nakit akışları daha sık elde edilmektedir. Bu durum daha kısa indirgeme süreleri veya bir ortalama olarak yıl ortası indirgeme tarihi kullanılarak yansıtılabilir.

2. Kazanç Primleri

PB

Yıl	1	2	3	4
Rekabet etmeme anlaşması ile FVÖK	35	36,4	37,9	39,4
Rekabet etmeme anlaşması olmadan FVÖK	28	30,9	34,1	37,4
Vergi öncesi kazanç primi	7	5,5	3,8	2
Vergi	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Fazla kazançlar	2,4	2,5	2,6	2,7
İndirgeme süresi	1	2	3	4
İndirgeme faktörü	0,91	0,83	0,76	0,7
Bugünkü Değer	2,2	2,1	2	1,9

VAF öncesi bugünkü değer toplamı 11,5

Rekabet ve başarı olasılığı 75,00%

VAF öncesi makul değer 8,2

Temel varsayımlar

AOSM	8,50%
Risk primi	1,00%
İndirgeme oranı	9,50%
Karşılaştırılabilir isim hakkı bedeli(vergi öncesi)	5,00%
Vergi	23,00%

3. Çok Dönemli Fazla Kazanç Yöntemi

PB

Yıl	1	2	3	4
FVÖK	3,5	3,6	3,7	3,9
Vergi Öncesi TVB	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
TVB Sonrası Vergi Öncesi Kar	3,1	3,2	3,4	3,5
Vergi	-0,7	-1,3	-0,9	-0,5
Fazla kazançlar	2,4	2,5	2,6	2,7
İndirgeme süresi	1	2	3	4
İndirgeme faktörü	0,91	0,83	0,76	0,7
Bugünkü Değer	2,2	2,1	2	1,9

VAF öncesi makul değer 8,6

Temel varsayımlar

AOSM	8,50%
Risk primi	1,00%
İndirgeme oranı	9,50%
İlgili FVÖK ve toplam satış %	10,00%
Vergi öncesi yardımcı varlık bedelleri (YVB)	11,00%
Vergi	23,00%

Teknik Bilgi Notu (TBN 4) Değerleme Belirsizliği

Giriş ve Kapsam

1. UDS 103 *Raporlama* standardı, değerlendirme raporunda önemli tüm belirsizlikler de dâhil olmak üzere birtakım hususların açıklanmasını gerektirmektedir. Bu TBN’de, söz konusu gereklilik bağlamında önemli *değerleme belirsizliği*nin mahiyeti ve tespiti ile ilgili kılavuz ilkeler ve belirsizliğin açıklanmasında kullanılabilecek uygun yöntemler sunulmaktadır. Önemliliğin nasıl belirlenebileceği ile ilgili değerlendirmeler bu TBN’nin kapsamındaki hususlar ile sınırlı olup, diğer bağlamlaraki önemlilik tespitiyle herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır.
2. Bu TBN’de yer alan değerlendirmeler Uluslararası Değerleme Standartları Çerçevesi’nde tanımlanan *pazar değeri* esasına veya UFRS 13’te tanımlanan Gerçeğe Uygun Değer gibi benzer pazar temelli değer esaslarına göre yapılan değerlemelerde ortaya çıkan *değerleme belirsizliği* ile sınırlıdır. Bu TBN’nin amacı raporlanan değerlendirme sonucunda önemli ölçüde değerlendirme belirsizliğine yol açmış olabilecek faktörlerle ilgili olarak, değerlemeyi dayanak olarak kullanan kişilere faydası olacak şekilde rehberlik sağlamaktır.
3. Bu TBN’de yer alan kılavuz ilkelerin, belirsizliğin değerlendirme raporunun yanıltıcı olmaması ve ilgili okuyucunun değerlemeyi açık bir şekilde anlaması ilkesine uyum sağlanmasını teminen açıklanmasına gerek duyulduğu durumlarda, değerlemenin hazırlanmasına ve raporlanmasına yardımcı olması amaçlanmıştır.
4. Değerlemenin dayanağını oluşturan araştırma veya bilgilerin derecesi üzerinde sözleşme hükümleri ile getirilen kısıtlamalar nedeniyle oluşan belirsizlikler bu TBN’de ele alınmamaktadır. Bu notun odak noktası, değerlendirme görevinin yerine getirilmesine ilişkin sözleşme hükümlerinden bağımsız olarak önlenemeyen değerlendirme belirsizliğidir. Her ne kadar sınırlandırıcı koşullar ile değerlendirme tahmininin hazırlanması sırasında yapılan araştırmalara ilişkin kısıtlamaların etkileri bu TBN’deki değerlendirme belirsizliği tanımının kapsamına girmese de, UDS 103 *Raporlama* standardı çerçevesinde bu koşul ve kısıtlamalar ayrıca açıklanmalıdır.
5. Finansal raporlama için hazırlanan değerlemeler bu TBN’nin kapsamına girmekle birlikte, finansal raporlama standartlarında, bu TBN’deki açıklama ile ilgili kılavuz ilkelerden daha önemli olan değerlendirme belirsizliği ile ilgili açıklama hükümlerine sıklıkla yer verilmektedir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nda

değerleme belirsizliği ile ilgili güncel açıklama hükümlerinden bazılarına referans verilmekle birlikte, diğer finansal raporlama standartları farklı hükümler içerebilir.

6. Sermaye yeterliliği düzenlemeleri çerçevesinde, finansal düzenleyici kurumlar tarafından bir finans kurumunun bilanço değerlerinde, değerleme belirsizliğini yansıtmak amacıyla yapılması gereken düzeltmeler bu notun kapsamı dışındadır. Bu amaçlara yönelik farklı tanımlar ve açıklama hükümleri geçerli olabilir.

Tanımlar

7. Bu TBN bağlamında geçerli olan tanımlara aşağıda yer verilmektedir. Benzer kelimeler ve terimler, farklı bir bağlamda alternatif anlamlara sahip olabilir. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi'nin *Uluslararası Değerleme Terimleri Sözlüğü*'nde, değerlemede yaygın olarak kullanılan kelimelerin ve terimlerin kapsamlı bir listesi alternatif anlamlarıyla birlikte yer almaktadır.

Değerleme Belirsizliği	: Tahmini değer, değerleme konusu varlık veya yükümlülüğün <i>değerleme tarihinde</i> aynı sözleşme koşullarıyla ve aynı pazarda devrinde ortaya çıkabilecek fiyattan farklı olma olasılığıdır.
Değerleme Tarihi	: Değer görüşünün geçerli olduğu tarihtir. Değerlemeye konu varlık türünde değer, tek bir gün içinde önemli derece değişiklik gösterebiliyorsa, değerlendirme tarihi, hangi saat itibarı ile geçerli olduğu bilgisini de içerecektir.
Pazar Değeri	: Bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutardır.
UFRS Gerçeğe Uygun Değer	: Pazar katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyattır.

Değerleme Belirsizliğinin Mahiyeti

8. Değerleme, gerçekleşmiş bir veriden ziyade, değerlendirme sürecinde yapılan varsayımlara dayanan bir dizi makul sonuç arasından gerçekleşmesi en muhtemel olanının tahminidir. Pazar değerlemeleri, değerlendirme tarihinde yapılan bir işlemde ödenebilecek en muhtemel fiyata ilişkin tahminleridir. Ancak, eşzamanlı işlemlerde aynı varlıklar el değiştirilse dahi, farklı işlemler arasında üzerinde mutabık kalınan fiyatlarda sıklıkla dalgalanmalar gözlemlenebilir. Bu dalgalanmalar tarafların amaçlarındaki, bilgi birikimlerindeki veya motivasyonlarındaki farklılıklar gibi faktörlerden kaynaklanabilir. Sonuç olarak, değerlemenin karşılaştırılabileceği tek bir fiyatın nadiren bulunabilmesine bağlı olarak, pazar değerlemelerinin çoğunun doğasında bir belirsizlik unsuru mevcuttur.

9. Bazı durumlarda, örneğin halka açık şirketlerin borsada sık alınıp satılan menkul kıymetlerde olduğu gibi aynı pazarda işlem gören aynı varlıklara ilişkin eşzamanlı fiyatlara referans verilerek yapılan değerlemelerde, belirsizliğin derecesi ihmal edilebilir bir şekilde düşüktür. Bazı durumlarda da, belirsizlik, pazar katılımcılarının çoğunluğu tarafından beklenen ve kabul edilen hata aralığına veya hata marjına denk gelmesinden dolayı, belirli bir varlığın pazarı veya değerlendirme faaliyeti bağlamında önemsiz olabilir. Böyle bir belirsizlik, değerlendirme sonuçlarını kullanacak olan taraflar açısından bir endişe kaynağı olmamalıdır ve UDS 103 çerçevesinde özel bir açıklama gerektirmemektedir.
10. Bu notta, değerlendirme belirsizliğinin mahiyeti incelenmekte ve yaygın nedenleri, hangi durumlarda önemli olarak değerlendirilebildiği ve uygun görülebilecek açıklama türleri ele alınmaktadır.

Değerleme Belirsizliğinin Mahiyeti

11. Değerleme belirsizliği, risk ile karıştırılmamalıdır. Risk, bir varlığın sahibinin gelecekteki potansiyel zararlara maruz kalması anlamına gelir. Risk, varlığın kendisini veya işlem gördüğü pazarı etkileyen çeşitli faktörlerden kaynaklanabilir. Buna örnek olarak:
- elde etme veya değerlendirme tarihinden sonra pazar fiyatlarının düşmesi,
 - gelecekte elde edilmesi tahmin edilen gelire ilişkin teminatlarda değer kaybı olması,
 - diğer varlıklara nazaran likidite kaybının gerçekleşmesi,
 - bir varlığı muhafaza etme veya geliştirme maliyetinin beklenenden daha yüksek olması, ve
 - bir varlığın teknik veya fiziksel yıpranma oranının beklenenden daha yüksek olması
- verilebilir.
12. Bilgili alıcılar, bir varlık için verecekleri fiyat teklifini değerlendirirken bu riskleri göz önünde bulundurmakta ve sahiplikten elde etmeyi bekledikleri avantajlar ile dengelemektedir. Dolayısıyla risk, pazar fiyatlarında yansıtılmaktadır.
13. Risk çoğunlukla sayısal olarak ölçülebilmektedir. Örneğin, pazar riski, önceki fiyat dalgalanması kalıpları için istatistiki teknikler uygulanmak veya farklı sonuçları modellemek üzere farklı pazar senaryoları varsayılmak suretiyle ölçülebilir. Risklerin

tanımlanması ve sayısallaştırılması için uygulanan teknikler, değerlemede kullanılan indirgeme oranlarının tespitinde kullanılan çeşitli yöntemlerin merkezinde yer almaktadır. Risk ile ilgili daha detaylı tartışmalar ve risk hesaplama yöntemleri bu TBN'nin kapsamına girmemektedir.

14. Risk bir varlığın fiyatında veya değerinde düşüş ile sonuçlanabilecek gelecekteki belirsizliklerin bir ölçütü olarak değerlendirilebilek olmasına karşın, *değerleme belirsizliği* yalnızca belirli bir tarih itibarıyla yürütülen değer tahmini sürecinin bir parçası olarak ortaya çıkan belirsizlikler ile ilgilidir.
15. Değerleme belirsizliği ve pazar riski birbirinden bağımsızdır. Örneğin, borsada işlem gören oldukça likit bir hisse senedinin değerlemesinde çok düşük bir belirsizlik bulunmasına rağmen, bu hisse senedinin hâlihazırda yüksek bir pazar riski taşıdığı düşünülebilir. Likit olmayan sabit getirili bir tahvilin değerlemesinde ise, güncel fiyat bilgilerinin olmamasından dolayı belirsizlik bulunabilmekle birlikte, söz konusu tahvil düşük pazar riski taşıyabilir.
16. *Değerleme belirsizliği*, belirli bir olayın veya bir dizi olayın cari fiyat veya değerler üzerindeki etkisinin ölçüldüğü stres testi ile karıştırılmamalıdır.

Değerleme Belirsizliğinin Nedenleri

17. Değerleme belirsizliğine çeşitli faktörler neden olabilir. Bu faktörleri genel olarak aşağıdaki kategorilere ayırmak mümkündür:
 - pazar dengesizlikleri,
 - girdilerin ulaşılabilirliği,
 - model veya yöntem seçimi.
18. *Değerleme belirsizliğinin* bu nedenleri birbirinden tamamen bağımsız değildir. Örneğin, pazar dengesizlikleri ilgili verilerin ulaşılabilirliğini etkileyebilir; bu da kullanılacak en uygun yöntem veya model ile ilgili bir belirsizlik yaratabilir. Bu nedenle, belirsizliğin nedenleri arasında söz konusu olabilecek karşılıklı bağımlılık ve ilişkinin değerlendirilmesinde dikkate alınması gerekir.

Pazar Dengesizlikleri

19. Değerleme belirsizliği, pazar dengesinin, ani ekonomik veya siyasi bir kriz gibi mevcut veya son dönemdeki olaylar nedeniyle değerlendirme tarihinde bozulması hâlinde ortaya çıkabilir. Bu dengesizlik, panik alış satışları ya da pazar katılımcılarının işlem yapma isteksizliğine bağlı likidite kaybı gibi çeşitli şekillerde kendini gösterebilir.

Pazar işlemlerinde beklenmedik bir olaya tepki olarak yaşanan ani bir patlama, bilgili ve basiretli bir şekilde hareket eden taraflarca üzerinde anlaşmaya varılmış fiyat değişimlerini temsil etmeyen değişimlere neden olabilir. Buna karşılık, likidite kaybı, daha az sayıda eşzamanlı ve ilgili son işlemler anlamına gelmekte olup, değerlemenin güvenilirliğini etkileyebilir.

20. Pazar dengesizliğine neden olan olaylar makroekonomik (11 Eylül 2001’de meydana gelen terör saldırıları veya 2008 yılında Lehman Brothers’ın batması gibi) veya mikroekonomik (pazarın bir sektörünü aksatan veya bir endüstrinin tedarik zincirinde aksaklığa neden olan bir doğal afet ya da beklenmedik bir kanun değişikliği gibi) olabilir.
21. *Değerleme tarihinin* böyle bir olay ile aynı zamana veya böyle bir olaydan hemen sonraya rastlaması hâlinde, değerlemede kullanılabilir girdilerin ve ölçütlerin olaydan önceki pazara ilişkin olması; dolayısıyla da, pazarın *değerleme tarihinde*ki durumu sınırlı derecede alakalı olması nedeniyle *değerleme belirsizliği* söz konusu olur. Olayın pazar katılımcılarının davranışları ve bunun sonucunda da fiyatlar üzerindeki etkisi, olayın meydana geldiği tarihten hemen sonraki süreçte bilinemez. Bu itibarla, pazar dengesizliğinin neden olduğu belirsizlik nadiren sayısallaştırabilir.

Girdilerin Ulaşılabilirliği

22. İlgili girdi verilerinin eksikliği değerlendirme belirsizliğine neden olur. Bu, yukarıda açıklanan pazar dengesizliğinden kaynaklanabileceği gibi, varlığın kendine özgü niteliğinden veya varlığın yer aldığı pazarın genel olarak likit olmamasından kaynaklanabilir. İlgili pazar verilerinin eksikliği durumunda, girdilerin benzer varlıklar ile ilgili doğrudan gözlemlenebilir fiyatlardan çıkarsama yapılmasına veya gözlemlenebilir olmayan girdilerin dayanak gösterilmesine ihtiyaç duyulabilir. Söz konusu girdiler, hakkında pazar verisi olmamakla birlikte, pazar katılımcılarının varlığı fiyatlarken kullandığı varsayımlara ilişkin mevcut en iyi bilgilerden istifade edilmek suretiyle geliştirilen girdilerdir.
23. Çıkarsama veya gözlemlenebilir olmayan girdi kullanımı, bunlara ilişkin düzeltmeleri veya varsayımları desteklemek için objektif kanıt bulunmasının zorluğundan dolayı, belirsizliğin genel nedenlerinden biridir.
24. Belirsizlik, geniş fiyat aralıklarının veya verilerde başka çelişkilerin söz konusu olması nedeniyle, pazar verilerinin ulaşılabilir olduğu durumlarda da ortaya çıkabilir. Her ne kadar, bazı durumlarda veri aralığını belli bir güven aralığında veya belli bir

güven seviyesinin üzerinde yer alacak şekilde daraltmak için istatistiki analizden yararlanmak mümkün olsa da, ulaşılabilir veri miktarı veya bunların dağılımı, böyle bir analizi zedeleyebilir veya güvenilir kılabilir.

25. Kullanılan değerlendirme yöntemi, girdi belirsizliği dikkate alınarak düzeltmeye tabi tutulabilir. Örneğin, bir indirgenmiş nakit akışı modelinde, nakit akışı girdileri, gelecekteki performans ile ilgili mevcut beklentilere dayanmakta olduğundan, belirsizdir. Ancak, pazar katılımcılarının, fiilen meydana gelecek nakit akışlarından farklı nakit akışı beklentilerinde zımnen yer alan potansiyel risk veya getiri görüşleri genellikle uygulanan indirgeme oranına yansıtılabilir. Bu çerçevede, gelecekteki performans ile ilgili mevcut beklentilere dayanan girdilerin otomatik olarak önemli bir değerlendirme belirsizliği kaynağı olduğu söylenemez.
26. Bazı durumlarda, tutarsız veya çelişkili verilerden kaynaklanan değerlendirme belirsizliği, makul surette mümkün alternatif girdilerin kullanımının değerlendirme üzerindeki etkisi ile tahmin edilebilir. Bu noktada potansiyel alternatif girdilerin dağılım kalıbı ve yayılımına dikkat edilmesi gerekir. Veriler normal veya çan eğrisi şeklinde bir dağılım gösteriyorsa, uç veriler, makul surette mümkün olma aralığının dışında değerlendirilmeleri suretiyle güvenilir bir şekilde göz ardı edilebilirler. Ancak, diğer dağılım kalıpları, birtakım uç değerlere daha fazla ağırlık verilmesi gerektiği anlamına gelebilir.

Bkz. Paragraf 13.

Model veya Yöntem Seçimi

27. Pek çok varlık türü için değer tahmini yapılırken genellikle birden fazla yöntem veya model kullanılabilir. Ancak, söz konusu yöntem veya modellerin her zaman aynı sonucu vermemesi nedeniyle, en uygun yöntemin seçilmesi başlı başına bir değerlendirme belirsizliği kaynağı olabilir.
28. UDS 102 Uygulama standardı Paragraf 7’de gösterge niteliğindeki değere ulaşmak için birden fazla değerlendirme yaklaşımı veya yöntemi kullanılabileceği belirtilmekte olup, tek bir yöntemin güvenilir bir sonuç vermesine yetecek kadar fiili veya gözlemlenebilir girdinin olmaması hâlinde bu uygulama teşvik edilmektedir. Birden fazla değerlendirme yaklaşımının veya yönteminin kullanıldığı durumlarda, elde edilen gösterge niteliğindeki değerler analiz edilip mutabakata tabi tutulmalıdır. Bu işlem, yöntem veya yaklaşımların neden farklı sonuçlar verdiğinin daha iyi anlaşılmasına yönelik yoruma dayalı bir süreçtir. İşlem matematiksel mutabakatla sonuçlanmasa da,

geçerli pazar koşullarında değerle en alakalı ve değeri en iyi temsil eden sonucu veren yöntemin tespit edilmesine yardımcı olmalıdır. Bununla birlikte, bir yöntemin diğerine tercih edilmesi için açık bir gerekçe yoksa, ancak yöntemler birbirinden farklı sonuçlar veriyorsa, kullanılacak yöntemin seçimi bir değerlendirme belirsizliği kaynağı olabilir.

29. Bir yöntem veya modelin diğerine tercih edilmesinden kaynaklanan belirsizlik genelde sonuçların karşılaştırılması yoluyla sayısallaştırılabilmektedir.

Önemlilik

30. 8. paragrafta belirtildiği üzere, değerlemelerin çoğu bir belirsizlik unsuru taşımakla birlikte, UDS 103 belirsizliğin yalnızca önemli olması hâlinde açıklanmasını gerekli kılmaktadır. Sonuca etki etmeyen veya sonuç üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olan bir belirsizliğe ilişkin bir açıklama şartı çoğu değerlemenin raporlanmasında gereksiz bir karmaşıklığa yol açabilir ve raporların okuyucuya değerlemeyi açıkça anlaşılabilir bir biçimde sunması ilkesini de ihlal edebilir. Ayrıca böyle bir şart potansiyel olarak maliyetleri yükseltebilir ve çoğu değerlendirme görüşünün güvenilirliği ile ilgili kullanıcılar için fayda sağlamayacak mesnetsiz endişelere yol açabilir.
31. Bu nedenle *değerleme belirsizliğinin* ne zaman önemli olduğunun dikkate alınması gerekmektedir. Önemlilik, birbiriyle ilintili iki farklı açıdan göz önünde bulundurulmalıdır. Bunlardan birincisi, değer üzerindeki potansiyel etkinin önemli olup olmadığı; ikincisi ise, belirsizliğin değerlemenin kullanıcılarını ilgilendirip ilgilendirmedir. Önemsiz bir belirsizliğin alakalı olması çok beklenmemekle birlikte, önemli bir belirsizlik alakalı veya alakasız olabilir.
32. Tanımlanan belirsizliğin değerlendirme sonucu üzerindeki etkisinin önemli olup olmadığına ilişkin değerlendirme, tüm hata marjlarının potansiyel büyüklüğünü içerir. Ancak, bu büyüklük, değerlemenin belirlenmiş bir aralığın dışına çıkıp çıkmadığı veya raporlanan değerlemenin belirlenmiş bir yüzdeden daha uzağında olup olmadığı mutlak bir değer olarak tanımlanamaz. Daha önce de ele alındığı gibi, çoğu durumda değerlendirme belirsizliğine yol açan koşullar, belirsizliğin sayısallaştırılmasına engel olmaktadır.
33. Belirsizlik mutlak bir değer veya yüzde olarak sayısallaştırılabilsen veya önemli görünse de, önemli olup olmadığı, değerlemenin gerektirdiği amaç ve sunulduğu tarihin akabinde değerlemedeki yanlışlığın tüm kullanıcılar üzerindeki potansiyel etkisi bağlamında değerlendirilen, alakalılığına bağlıdır. Örneğin, bir işletmenin sahip olduğu tek bir varlık kredi teminatı olarak değerlemeye tabi tutuluyorsa, değer rapor

38. Değerleme belirsizliğinin nicel tanımında belirsizliğin kaynağı ile pazar veya değerlendirme süreci ya da her ikisi üzerindeki etkisi açıklanmalıdır. Pazar dengesizliği söz konusuysa, olayın etkisinin geçmesi ve pazarın tekrar dengeye gelmesi için ne kadar sürenin geçmesi gerektiği hakkında varılan görüş birliğine ilişkin yorum yapılabilir. Model veya girdi belirsizliği durumunda, ilgili modellerin veya girdilerin neden tercih edildiği açıklanabilir.
39. Belirsizliğin etkisi ile ilgili sayısal bir tahmine de yer verilip verilmemesi gerektiği hususu daha karmaşıktır. Belirsizliğin farklı nedenleri ile ilgili yapılan tartışmada (Paragraf 17-29), belirsizliğin sayısallaştırılabilir olup olmadığı ve nasıl sayısallaştırılabileceği konusunda bir gösterge sunulmaktadır. Ancak, belirsizliği sayısallaştırmaya yetecek sayısal verilerin olması hâlinde, bu veriler değerlendirme sürecinde çoğu zaman belirsizliği önemsiz bir seviyede tutmak amacıyla ve böylece açıklamaya ihtiyaç duyulmayacak şekilde kullanılabilir ve.
40. Yapılması gereken nitel açıklamaya ek olarak belirsizliğin nicel bir ölçüsü de veriliyorsa, doğru olmayan bir kesinliğin ima edilmemesine özen gösterilmelidir. Ulaşılabilir veriler ile ilgili kısıtlamalardan dolayı rapor edilen değerlemede belirsizliğin söz konusu olması, belirsizliğin sayısallaştırılmasını da etkilemektedir.
41. Raporlanan değer, ulaşılabilir verilere dayalı en iyi tahmin olmalıdır ve kullanıcılar, yapılan düzeltme işlemi değer olduğundan önemli ölçüde daha düşük veya daha yüksek gösterilmesine neden olabileceğinden, raporlanan değeri düzeltme amacıyla belirsizliğe ilişkin sayısallaştırmalardan kaçınılmalıdır.
42. Mevcut veya beklenen pazarlıkların makul sonucunun ne olabileceği ile ilgili tavsiye verilmesinde olduğu gibi bazı değerlendirme amaçları açısından bir değer aralığı sunulması mutlak bir uygulamadır. Ancak, aşağıda belirtilen nedenlerle, bir aralık verilmesi, tanımlanmış önemli bir değerlendirme belirsizliğinin açıklanması veya sayısallaştırılması için tatmin edici bir yöntem olarak genellikle tavsiye edilmemektedir:
- Pek çok değerlendirme amacı için tek bir değerlendirme sonucu gerekli olup, bir değer aralığı verilmesi uygun değildir.
 - Aralığın sınırlarının belirlenmesi de gerçekçi olmayabilir, zira belirsizliği daha en başta yaratan olay, önceden gözlemlenen fiyat dalgalanmalarının artık konu ile alakalı olmadığına işaret edebilir.
 - Kullanıcılar bu aralık içindeki her sonuç için öyle olmamasına rağmen eşit bir

olasılığın geçerli olduğunu varsayabilirler.

- Kullanıcılar bir değerlemenin belirtilen aralık dışına çıkmasının mümkün olmadığını varsayabilirler.

43. Riskin gerçek bir göstergesi olan değerlendirme belirsizliği ile ilgili nicel tahminde bulunmaktan kaçınılmalıdır (örneğin ileriye yönelik farklı girdilere veya sonuçlara dayanan bir varlığın değeri üzerindeki etki). Bkz. Paragraf 14.

Değerleme Belirsizliğinin Ölçümü

44. Belirsizlik ile ilgili herhangi bir nicel tahmin sunulmasına genel olarak dikkat gösterilmesi gerekirken, bunun zorunlu tutulduğu değerlendirme amaçları söz konusu olabilir. Paragraf 26 ve 29’da da ele alındığı üzere, model veya yöntem seçiminden ya da girdi verilerinin eksikliğinden veya tutarsızlığından kaynaklanan belirsizlik, alternatif bir model ya da girdi kullanmanın değerlendirme üzerindeki etkisi gözlemlenerek tahmin edilebilir.

45. Değerleme belirsizliğinin sayısallaştırılması bazı varlık grupları için diğerlerine göre daha uygun olabilir. Finansal araçların değeri, taraflar arasındaki gelecekteki nakit akışlarının tutarına, zamanlamasına ve teminatına bağlıdır. Sabit bir süre boyunca bu sayısal girdilerde dalgalanma meydana gelme olasılığı çoğunlukla istatistiki teknikler kullanılarak tahmin edilebilir. Finansal aracın değeri, aynı veya benzer bir finansal araç ile ilgili pazar verisi olmamasından dolayı belirsizse, bir pazar katılımcısının yapabileceği varsayımlara dayanılarak sayısal değerlendirme girdilerinden oluşan bir tahminde bulunulabilir

46. Önemli bir değerlendirme girdisi için birden fazla alternatif sayının seçilebileceği durumlarda, raporlanan değerlemenin bu sonuçlardan en muhtemel olanına dayandırılması tavsiye edilmektedir. Ancak, muhtemel sonuç aralığının raporlanan değer üzerindeki etkisini gösteren bir duyarlılık analizi yapılabilir.

47. Belirsizliğin bir duyarlılık analizi kullanarak hesaplanması ilkesi, *değerleme tarihinde* seçilmiş olabilecek yeterli sayıda makul surette olası alternatif sayısal girdinin mevcut olması hâlinde, finansal araçlar dışındaki finansal olmayan varlıklara da uygulanabilir. Ancak, işlem hacminin ve ilgili verilerin genel olarak çok daha az olmasından dolayı bu analizin finansal olmayan varlıklara uygulanması daha zordur. Finansal olmayan varlıkların önemli *değerleme belirsizliğine* tabi olması durumunda, kolay veya doğru bir şekilde hesaplanamayan ve istatistiki analizin güvenilir bir şekilde uygulanmadığı gözlemlenebilir olmayan girdilere dayanılması muhtemeldir. Böyle bir durumda

değerleme belirsizliği ile ilgili nicel bir tahminde bulunulması, değerlemeyi kullanan kişileri yanlış yönlendirebilecek doğru olmayan bir kesinlik ima etme riskini doğurmaktadır.

48. *Değerleme belirsizliği* ile ilgili nicel bir ölçü verilecekse, aşağıdaki ilkeler göz önünde bulundurulmalı ve uygun olması hâlinde uygulanmalıdır:

- Nicel bir belirsizlik, her zaman belirsizliğin nedenini ve mahiyetini tarif eden bir açıklama eşliğinde sunulmalıdır. Yalnızca sayılardan oluşan bir sunum, belirsizliği açıklamaktan ziyade teyit edecektir. Değerleme sonucunun kullanıcı tarafından daha iyi bir şekilde anlaşılmasını sağlamayacaksa, belirsizlik ile ilgili böyle nicel bir ifade sunmanın anlamı yoktur.
- *Değerleme belirsizliğinin* sayısallaştırılması, en kötü durum senaryosu tahminini içermemektedir. Buradaki amaç, bir değerlemenin uç bir olay karşısındaki bir stres testine sokulması değildir. Her türlü *değerleme belirsizliği* testinde makul ve olası alternatif varsayımların raporlanan değer üzerindeki etkisi ele alınmalıdır. Belirsizliği ölçmek için alternatif varsayımlar seçerken, dağılımların uçlarından (gerçekleşme olasılığı çok az olan olaylar) ziyade merkezinde (gerçekleşme olasılığı yüksek olaylar) yer alan olasılıklar arasından bir seçim yapılmalıdır.
- Belirsizlik analizinin amacı gelecek tarihlerde raporlanan değerde meydana gelebilecek dalgalanmalar ile ilgili tahminde bulunmak değil, belirli bir *değerleme tarihinde* değerlerin değişkenliği hakkında bilgi sağlamaktır.
- Belirsizliğin etkisini sayısallaştırırken, önemli girdiler arasındaki karşılıklı bağımlılık veya ilişki mümkünse göz önünde bulundurulmalıdır. Çalışmada korelasyon analizinin yapılması, teknik ve operasyonel olarak zor ve potansiyel olarak maliyetli olmakla birlikte, karşılıklı bağımlılığı dikkate almayan bir analiz kullanıcılara daha az alakalı bilgi sunmaktadır. Belirsizlik karşılıklı bağımlı girdilerin korelasyonu dikkate alınmadan ölçüldüğünde, belirsizlik derecesi olduğundan yüksek tahmin edilebilir.

49. Nitel ve nicel açıklama örnekleri, bu TBN'nin ekinde verilmiştir.

Finansal Raporlama İçin Değerlemeler

50. Bazı muhasebe standartlarında değerleme belirsizliğinin açıklanması ile ilgili koşullara yer verilmiştir. Bu TBN'de UFRS'deki koşullara referans verilmekle

birlikte, bu durum başka finansal raporlama standartları için de geçerli olabilmekte ve söz konusu standartlar farklı koşullar içerebilmektedir. UDS 300 Finansal Raporlama Amaçlı Değerleme standardı uyarınca, bir finansal tabloda yer verilmek üzere hazırlanan değerlemeler, değerlendirme ile ilgili yapılması gereken açıklamalar da dâhil olmak üzere, uygun finansal raporlama standartlarının koşullarını sağlamalıdır.

51. UFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü standardında kapsamlı açıklama hükümleri yer almaktadır. Açıkça geçmiyor olsa da, *değerleme belirsizliği* ile en alakalı olanlar 93. paragrafta bulunmaktadır:

UFRS 13 93 (h)

Gerçeğe uygun değer hiyerarşisinin 3. Seviyesinde sınıflandırılan tekrar eden gerçeğe uygun değer ölçümleri için:

- i. Bu tür ölçümlerin tamamında, gözlemlenebilir olmayan girdilerin farklı tutara dönüşmesinin önemli ölçüde daha yüksek ya da daha düşük gerçeğe uygun değer ölçümüne neden olması durumunda, gerçeğe uygun değer ölçümünün söz konusu girdilere olan duyarlılığına ilişkin metinsel açıklama. Söz konusu girdiler ile gerçeğe uygun değer ölçümünde kullanılan diğer gözlemlenebilir olmayan girdiler arasında karşılıklı bir ilişki olması durumunda, işletme söz konusu karşılıklı ilişkinin tanımını yapar ve söz konusu ilişkinin gerçeğe uygun değer ölçümüne ilişkin gözlemlenebilir olmayan girdilerde meydana gelen değişimlerin etkilerini nasıl artırdığını ya da azalttığını açıklar. Bu açıklama hükmü ile uyum açısından, gözlemlenebilir olmayan girdilerde meydana gelen değişimlerden kaynaklanan duyarlılığa ilişkin metinsel açıklama, asgari olarak (d) bendi ile uyum sağlarken, açıklanan gözlemlenebilir olmayan girdileri kapsar.
- ii. Finansal varlıklar ve borçlar için makul şekilde olası alternatif varsayımları yansıtmak amacıyla gözlemlenebilir olmayan girdilerin bir ya da birden fazlasının değiştirilmesi sonucunda gerçeğe uygun değer önemli ölçüde değişiyorsa, işletme bu hususu belirtir ve söz konusu değişikliklerin etkilerini açıklar. İşletme, makul şekilde olası alternatif varsayımı yansıtmak amacıyla yapılan değişikliğin etkisinin nasıl hesaplandığını açıklar. Bu amaçla önemlilik; kar veya zarara ve toplam varlıklar veya borçlara göre veya gerçeğe uygun değerde meydana gelen değişimlerin diğer kapsamlı gelirden muhasebeleştirilmesi durumunda toplam özkaynaklara göre değerlendirilir.

52. UFRS 13'te 1. 2. ve 3. Seviye gerçeğe uygun değer hiyerarşisine yer verilmektedir (UFRS 13'e ek uygulama rehberinin G4 ve G5 paragraflarına bakınız). UFRS 13 Paragraf 93'ün gerekli kıldığı açıklamalar yalnızca 3. Seviye girdilerin kullanıldığı yerlerde uygulanmalıdır. Bunlar gözlemlenebilir olmayan girdiler olup, UFRS'de "piyasa verileri bulunmayan ve piyasa katılımcılarının varlığı veya borcu fiyatlandırırken kullandıkları varsayımlara ilişkin mevcut en iyi bilgiler kullanılarak geliştirilen girdiler" şeklinde tanımlanmaktadır.

53. 3. Seviye girdilerin kullanıldığı durumlarda, UFRS, sadece, değerlendirme, önemli ölçüde daha yüksek veya daha düşük bir değer ile sonuçlanacaksa, değerlemenin bu girdilerdeki değişikliklere duyarlılığı ile ilgili metinsel bir tarif gerektirmektedir.

54. Finansal araçlar için kısmen farklı kriterlerin dikkate alınması gerekmektedir. İlk olarak, dikkate alınan alternatif girdilerin makul surette olası olması gerekmektedir. Bu alternatiflerin makul surette olası olduğuna ve değerde önemli bir değişiklik

yaratacaklarına karar verilirse, söz konusu alternatif girdinin etkisi hesaplanmalı ve açıklanmalıdır. Önemlilikle ilgili muhakeme, toplam varlık ve yükümlölüklerle ya da toplam özkaynağa dayanılarak yapılır.

Ek

BELİRSİZLİK ÖRNEKLERİ

Önemli değerleme belirsizliğinin yaşandığı ve UDS 103'teki önemli değerleme belirsizliğini açıklama gerekliliğine uyum sağlamak adına ek açıklamaların yapıldığı durumların örnekleri aşağıda verilmiştir. Uygulamada, doğaları gereği öngörülemez olan ve değerleme sürecinde zorluklara neden olabilecek önemli derecede değerleme belirsizliğine yol açabilecek başka pek çok senaryo olacaktır.

Senaryo 1

Varlığın türü: Yatırım fonu portföyündeki taşınmaz mülk.

Değerlemenin amacı: Fonun düzenli değerleme tablolarına dâhil edilmek üzere yapılan harici değerleme.

Değerleme belirsizliğinin nedeni: Değerleme tarihi, küresel bir finans şirketinin hisse ve tahvil fiyatlarında sert düşüşlerle sonuçlanan ve genel ekonomik istikrarı tehdit eden çöküşünden birkaç gün sonradır. Tüm mevcut işlem verileri çöküş öncesi döneme aittir. Değerlemeyi gerçekleştiren, bu olayın meydana geldiği tarihten itibaren, benzer yatırım amaçlı gayrimenkuller ile ilgili üzerinde anlaşılmaya varılmış olan bazı işlemlerin alıcıların çekilmesi sonucu iptal edildiğini bilmektedir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin, bu olayın alıcıların değerleme tarihindeki duyarlılığını ve dolayısıyla olaydan önce hâkim olan değerleri olumsuz etkileyeceğini beklemesi mantıklı olacaktır. Değerlemeyi gerçekleştirenin bu olumsuz etkiyi göz önünde bulundurması gerekmektedir. Fiyatlardaki düşüşün derecesini ölçmek için herhangi bir güvenilir bilgi bulunmamaktadır.

Senaryo 2

Varlığın türü: Bir ilaç patenti.

Değerlemenin amacı: Bir işletmenin bir ilacın patentine sahip olan şirketi iktisap etmesinden sonra finansal tablolarına dâhil edilmek üzere yapılan harici değerleme.

Değerleme belirsizliğinin nedeni: İşletme birleşmesi tarihi ve bilanço tarihi arasında, ilaç ile ilgili güvenliğe dair bazı kaygılar ortaya çıkmış ve birkaç resmi kurum da bu konuda incelemeler yaptıklarını ve yapılan incelemeler sonucunda ilaç ruhsatının iptal edilebileceğini ve ilacın kullanımının bazı ülkelerde yasaklanabileceğini duyurmuştur.

Bunun sonucunda, iktisap edilen şirket için ödenen fiyata yansıtılmış olan ilaç satışlarından elde edilecek nakit akışları ile ilgili varsayımlar artık geçerli değildir. Fakat incelemeler sonuçlanana kadar, bu patentten elde edilecek gelirler üzerindeki uzun vadeli etki oldukça belirsizdir.

Senaryo 3

Varlığın türü: Likit olmayan imtiyazlı hisse senetleri ve sermaye benzeri krediler.

Değerlemenin amacı: Fonun Net Aktif Değerini hesaplamak için periyodik harici değerleme.

Değerleme belirsizliğinin nedeni: Varlıklar normalde pazarda önemli bir girdi olarak gözlemlenen marjlara sahip bir model kullanılarak değerlendirilmektedir. 2008 finansal krizi sonucu borç pazarı ve kredi göstergeleri çökmüştür. Mevcut bilgiler kredi marjlarının önemli ölçüde arttığını göstermektedir. Fakat bu marjlar ihraççıların ödeme aczine düşeceğinden korkan satıcıların bir pozisyondan çıkmak istediği birkaç işleme dayanmaktadır. Bu marjların ödeme gücüne sahip şirketler tarafından ihraç edilen finansal araçlar için geçerli olan marjları temsil etmediği düşünülmektedir. Bu yüzden marjları tahmin etmek için münferit ihraççıların finansal tabloları analiz edilerek temerrüt riski değerlendirilmelidir. İlgili pazar verilerinin

olmaması, değerleme belirsizliğinin önemli ölçüde arttığı anlamına gelmektedir.

Senaryo 4

Varlığın türü: Bir bankadaki işlem görmeyen paylar.

Değerlemenin amacı: İmtiyazlı hisse senetlerinin normal hisse senetleri ile değiştirilmesini destekleyen harici değerleme.

Değerleme belirsizliğinin nedeni: İlgili ülkedeki bankacılık sektörü hakkında ciddi bir olumsuz hissiyat vardır. İlgili banka, ödeme aczinin engellenmesi için devlet müdahalesine maruz kalmıştır. Bankacılık otoritesi tarafından onaylanan bir iş planına göre indirgenmiş nakit akışı (İNA) modeli kullanılarak bir değerleme hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında kullanılan indirgeme oranı, diğer kote edilmemiş şirketler ile ilgili pazarda mevcut olan kanıtlara dayanmaktadır. Fakat pazardaki olumsuz havadan dolayı pazardaki tipik fiyat kazanç oranları kullanılarak yapılan bir değerleme çok daha düşük bir değere işaret etmektedir. Değerleme sonucunun kullanılan değerleme yöntemine göre ciddi farklılık göstermesinden ve farklılığın mutabakatının yapılamamasından dolayı, raporlanan değerlemede önemli belirsizlik gözlemlenmiştir.

Senaryo 5

Varlığın türü: Taşınmaz mülk.

Değerlemenin amacı: Finansal raporlama.

Değerleme belirsizliğinin nedeni: Bilanço tarihinden birkaç hafta önce şiddetli bir deprem meydana gelmiş ve raporlayan işletmeye ait bir yatırım amaçlı gayrimenkulün de bulunduğu şehrin ticari merkezinin büyük bir bölümü yok olmuştur. Pek çok sayıda bina ve altyapı ciddi şekilde zarar görmüştür. Depremden sonra pazardan 6 ay boyunca fonlama ve sigortalama imkânı olmamıştır. Deprem riskinin

bilinmesine ve bu riskin bazı önemli binaların fiyatına yansıtılmasına rağmen, deprem öncesi döneme ait fiyat bilgileri artık geçerli değildir. Hasarın büyüklüğü ve gerçek hasar tespiti için gereken zaman, *değerleme tarihinde* şehirdeki ekonomik ortamın tamamen değiştiği anlamına gelmiştir.

Değerlemelerin yapıldığı durumlarda belirsizlik açıklanmış ve pek çok durumda mühendislik incelemelerine, sigorta elverişliliğine ve fonlamaya dayanan alternatif değerlemeler sunulmuştur.

Yukarıda belirtilen senaryoların her birinde, raporlanan değerleme ile ilgili belirsizliğin mahiyetine dair özel açıklamalar değerleme raporlarında yer almıştır. Uygun olan açıklamanın kesin biçimi duruma göre değişiklik gösterecektir. Değerlemeyi sunan, özellikle 36-43 nolu paragraflarda verilen kılavuz ilkeler olmak üzere bu TBN’de ele alınan ilkeleri ve söz konusu görevin tabi olduğu durumları göz önünde bulundurarak, açıklamanın yeterli ve uygun olduğundan emin olmalıdır.