

Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış

Murat ERTUĞRUL
Yrd. Doç. Dr., Anadolu Üniversitesi, İİBF
İşletme Bölümü
mertugrul@anadolu.edu.tr

I. Giriş

Dünya ekonomileri ve finansal piyasalar arasındaki sınırların belirsizleşmesi, ABD kaynaklı son ekonomik krizin Avrupa ve Dünya'nın geri kalanı üzerindeki etkileri ile yeniden anlaşılmaktadır. Dünya ekonomisi otuz yıl öncekinden çok farklıdır. Sınırlar arasında başdöndürücü bir hızla dolaşan sermaye çok büyük miktarlara ulaşmıştır. Bu süreçte işletmeler borsalarda veya borsa dışında birleşmekte ve el değiştirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise her zaman olduğu gibi yoğun sermaye ihtiyacı içindedirler. Bu nedenlerle sağlıklı işleyen sermaye piyasaları da gelişen ekonomiler için, gerek sermaye sağlama gerekse finansal çalkantılara dayanıklılık kazanma açısından hayati bir yerdedir. Tüm bu etkenler işletme değerlemesini çok önemli bir konuma getirmektedir. İşletme değerlemesi, işletmenin geleceğinin bir fonksiyonu olduğundan, değerlemenin "bilimden çok sanat" olduğu ifadesi kullanılır. Çünkü değerlendirme karakteri icabı pek çok belirsizlik taşır. Sağlam bir ekonomik ve finansal yapıya sahip olmak isteyen piyasalarda değerlendirme iyi anlaşılmalıdır. Bu sayede sermaye piyasası derinlik kazanacak, sermaye akımı artacak ve ekonomik kalkınma hız kazanmış olacaktır. Gelişmiş ekonomilerde değerlendirme oldukça sofistike tekniklerle ve büyük titizlikle yapılırken, gelişen piyasalarda durumun farklı olduğu gözlenmektedir. Bu nedenle bu çalışmada, işletme değerlemesinin daha doğru yapılabilmesine katkı sağlamak ve değerlendirme yöntemlerinin daha doğru anlaşılması açısından, değer, fiyat ve işletme değeri konularının kuramsal temelleri incelenmektedir.

2. Değer ve Fiyat Kavramlarının Ekonomik Temelleri

Fiyat ve değer kavramlarının ilişkisini ve ayrıştıkları noktaları doğru teşhis etmek, değerlendirme kuramını doğru anlamak ve sağlıklı değerlemeler yapmak açısından önem taşımaktadır. Uygulamada fiyat ve değer kavramları zaman zaman aynı anlamda kullanılmaktadır. Ancak bu iki kavram, ilişkili olmakla birlikte, kuramsal olarak farklı anlamlar içermektedir.

2.1. Değer Kavramı

Literatürde değer kavramı, kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Anlaşılacağı üzere değerînin kesin ve genel kabul görmüş bir tanımı yapılmamakta, değer kavramı zaman zaman fayda, zaman zaman bedel, zaman zaman da fiyat

kavramlarının eşanlamlısı olarak kullanılmaktadır. Ancak değer, bu kavramların tümü ile ilişkili ve etkileşim içerisinde olmakla birlikte tam olarak bu kavramlarla aynı anlamı taşımamaktadır.

Değer kavramının açıklanması ekonomi biliminin en karmaşık sorunlarından ve tartışma konularından birisi olagelmıştır. Bugün varılan noktada değer, bazen her hangi bir mal veya hizmetin sağladığı toplam fayda veya yararlı vasfı; bazen de bu şeye sahip olmanın sağladığı diğer mal ya da hizmetleri satın alma gücünü, yani bir mal veya hizmetin diğer mal veya hizmetler karşısındaki değişim gücünü ifade eder (Encyclopedia of Banking and Finance, 1962: 591). Birincisine kullanım değeri; ikincisine değişim ya da mübadele değeri denir.

Klasik ekonomistler, değer in kaynağını üretim maliyetlerinde aramışlardır. A. Smith ve D. Ricardo, değeri emek-değer teorisiyle açıklamaya çalışmışlardır (Taylor, 1996). Değer in maliyetten kaynaklandığını, en büyük maliyet unsurunun emek olduğunu, bu nedenle değer in en önemli kaynağının, üretim için kullanılan emek olduğunu ifade etmişler, diğer üretim faktörleri üzerinde emek kadar durmamışlardır. J.B. Say ise üç üretim girdisini de aynı önemde varsayarak neo-klasiklere öncülük etmiştir. Kazgan'a (2000: 78-79). göre, benzer şekilde N. Senior da emek gibi sermayenin elde ettiği kazancın haklılığını ortaya koyarak Smith ve Ricardo'dan ayrılmış; bir anlamda emek-değer teorisinden kaynaklanan eksikliği gidermiştir.

Klasikler kullanım ve değişim değeri ayırımını kullanmışlardır. A. Smith, bu ayırımı yaptıktan sonra, kullanım değeri üzerinde fazla durmamış, hatta bunun değişim değeri için gerekli bile olmadığını ileri sürmüştür. Sonraları neo-klasikler tarafından marjinal fayda teorisinin geliştirilmesinde etkili olan elmas ve su örneğinde şöyle denmektedir: elmasın çok yüksek değişim değeri olmasına rağmen, kullanım değeri yoktur. Oysa suyun kullanım değeri çok yüksek, değişim değeri ise çok düşüktür.

Kazgan'a (2000: 73) göre, Ricardo, Smith'in bu yargısına karşı çıkmış ve herhangi bir malın değişim değeri (fiyat) olabilmesi için, kullanım değeri (fayda)'nin de gerekli olduğunu öne sürmüştür. Say ve Senior ise Ricardo'dan da ileri giderek malların faydasının talep şeklinde belireceğini ve değişim değerinin oluşmasında maliyetlerle birlikte rol oynayacağını öne sürmüşlerdir. Fakat fayda kavramının değişim değeriyle tam olarak birleştirilmesi neo-klasik öğretisi zamanında olmuştur.

Karl Marx'ın sosyalist emek-değer teorisinde ise değer, emek cinsinden üretim maliyetine bağlıdır. Bu teoriye göre emek, rantın ve kârın aslını teşkil etmektedir. Sermaye, emeğin oluşturduğu artı-değerlerin toplamından başka bir şey değildir (Yazıcı, 1997: 5-6). Klasiklerin değeri açıklamak için kullandıkları teoriler bazı noktalarda klasik ekonomik düşüncenin temelini oluşturan *laissez-faire*¹ ideolojisiyle çelişkiye düşmüştür. Bu çelişki, Marx öncesi İngiliz sosyalistleriyle Marx'ın, klasik değer teorisini kapitalizmi eleştirmek için kullanabilmeleri olanağını doğurmuş ve teorisinin sistem aleyhine kullanılan bir silah haline gelmesi nedeniyle klasik değer teorisini yerini neo-klasiklerin marjinal fayda teorisine bırakmıştır (Kazgan, 2000: 73).

19. yy'ın sonlarına doğru, başlarını Jevons, Walras ve Menger'in çektiği neo-klasikler olarak adlandırılan bir grup ekonomist, fiyatın kullanım değeri ya da "fayda" tarafından belirlendiğini

¹ Laissez-faire, kişilerin ve toplumun ekonomik faaliyetlerine devletin en az düzeyde müdahale etmesi ilkesini savunan ideolojisi tanımlamak amacıyla kullanılan Fransızca bir terimdir.

tartışmaya başladılar. Faydacı sistemde fayda, "mutluluk", "hoşnutluk" gibi şeyleri ifade etmektedir. Bu yüzden nihai ya da tüketim mallarının faydası, tüketicilerine sağladığı hoşnutluk ile belirlenir. Tüketicilerine en yüksek hazzı ya da tatmini sağlayan mallar en yüksek fiyata sahip olurlar.

Bu neo-klasik teorisyenlere göre malların faydası ya da kendi ifadeleriyle "marjinal faydası" tüketimin artmasıyla birlikte değişmektedir. Bir tüketicinin yediği birinci çikolatadan sağladığı haz ya da fayda yükselirken çikolata yemeye devam ettikçe sağladığı haz yani fayda, dolayısıyla bu tüketici için değeri azalacaktır.

Malların fiyatlarının onların üretim maliyetlerine bağlı olduğunu söylemek doğru olmakla birlikte, üretim faktörlerinin fiyatı ise üretilen son ya da marjinal ürünün marjinal faydasına bağlı olmaktadır. Jevons ve Menger'e göre değer, fayda tarafından belirlenmektedir. Ancak neo-klasik ekonomistler faydanın nasıl ölçüleceği konusuna açıklık getirmemişlerdir (Davis, 2003).

Jevons, Menger ve Valras, marjinal fayda ilkesinin (tam) rekabet piyasalarında mallar arasındaki değişim değerini belirlemeye yettiğini söylediler. Böylece, Smith, Ricardo ve Marx'ın olanaksız gördüğü şeyi yaparak, değişim değerini fayda yani kullanım değeriyle açıklamış oldular (Kazgan, 2000: 126). Bir başka ifadeyle neo-klasik ekonomistler değeri piyasadaki değişim sürecinde aramışlardır (Taylor, 1996). Değer kavramına neo-klasik yaklaşım halen büyük ölçüde savunulmaktadır. Ancak varsayımları arasında bulunan tam rekabet piyasası post-keynesyen iktisatçılar tarafından gerçekçi olmamakla eleştirilmektedir.

Yukarıdakiler ışığında söylenebilir ki; değer, değerinden bahsedilen mal veya hizmetle ilgili sıra dışı durumlar tarafından ağırlıklarının değiştirilebileceği kabul edilmek koşuluyla, üretim maliyetleri ile söz konusu şeyin sağladığı faydanın bir fonksiyonu olacaktır.

2.2. Fiyat Kavramı

Literatürde fiyat kavramı, parasal karşılık, eder, paha, değer ölçüsü gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Fiyat geniş bir şekilde "parayla ifade edilen değer; mal ya da hizmetleri satın almak için gereken, bir satıcının mal ya da hizmetler üzerindeki hakkından vazgeçmek için istediği para miktarı" olarak tanımlanabilir (Encyclopedia of Banking and Finance, 1962: 591). Görüldüğü gibi literatürdeki fiyat tanımları yer yer fiyatın değer ölçüsü olduğu inancının izlerini taşımaktadır. Bununla birlikte fiyat değer değildir ve bir malın gerçek değerini ifade etmez. Fiyat terimi genellikle geçicilik taşır. Fiyat, geçici talep değişikliklerine ve hatta hava durumu değişikliklerine bağlı olarak artıp azalabilir. Hava koşullarından kaynaklanan buğday hasatı düşüşünün buğday ve ekmek fiyatlarını arttıracak herkes tarafından bilinir. Taylor'un (Taylor, 1996) ifadesiyle, bir buğday çiftçisinin böyle bir yıldaki buğday fiyatlarının normalden yüksek olduğunu kavraması için "Ulusların Zenginliği"ni okumuş olmasına gerek yoktur.

Arz ve talep dalgalanmaları, hava durumu, para hareketleri gibi faktörler fiyatı etkiler ve gerçek değer altına indirip üzerine çıkarabilir. Fiyat, bir miktar malla, bir miktar para arasında kurulan bir ilişki olup, bu ilişki gerçek değeri belirlemeye eğilimli koşullarda (reel açıdan tam rekabet piyasası, finansal açıdan etkin piyasa) kurulabileceği gibi, ekonomi dışı psikolojik ve fizyolojik faktörlerin

etkisiyle de kurulabilir. Elinde nadide bir pul bulunan bir pul satıcısının spekülasyon yeteneği ve bu pula koleksiyonu için ihtiyaç duyan bir koleksiyonunun istek ve ihtiyaç derecesi ile belirlenen pul fiyatı gibi ekonomik olmayan faktörlerin rol oynadığı haller dışında fiyat, gerçek değerle sıkıca ilişkilidir (Hançerlioğlu, 1973, 39-40).

Ekonomide de piyasa fiyatı-doğal fiyat ayrımı yapılmaktadır. Piyasa fiyatı, talep gibi geçici etkenler tarafından etkilenir. Rekabet şartları altında piyasa fiyatı kısa dönemde arz ve talep tarafından belirlenir. Eğer belirli bir fiyatta arz talepten büyükse piyasa fiyatı düşer; talep arzdan büyükse yükselir. Yani kısa dönemde piyasa fiyatının değişmesini artık talep veya artık arz belirler.

Doğal fiyat ise, rekabet şartları altında, uzun dönemde piyasa fiyatının eğilim göstereceği bir denge fiyatıdır. Uzun dönem denge fiyatı, normal fiyat, tabii fiyat gibi terimlerle de ifade edilen doğal fiyat, talep, hava gibi geçici dalgalanmalara yol açan faktörler olmaksızın fiyatın ne olması gerektiğini ifade etmektedir (Taylor, 1996; Kazgan, 2000: 74). Bir başka ifadeyle doğal fiyat, gerçek değerini parasal ifadesidir denebilir.

2.3. Değer ve Fiyat Kavramlarının Karşılaştırılması

Fiyat ve değer, kuramsal olarak ekonomi dışı faktörlerin etkili olmadığı tam rekabetçi bir piyasada örtüşmektedir. Uygulamada ise fiyat, gerçek değerden farklılaşabilmektedir. Faydası belirlenen bir varlığa atfedilen değer için ödenecek bedel fiyat olmaktadır. Fiyat değer değildir. Değeri belirli bir varlığın fiyatı, subjektif değer yargıları ve başka faktörlerle objektif değerinden farklılaşabilir. Bu durumun en çarpıcı örnekleri arasında 17. yy.da Hollanda'da "lale soğanı çılgınlığı" olarak adlandırılan dönemde lale soğanı fiyatlarının sürekli yükseleceği şeklinde toplumda oluşan ekonomik ve rasyonel temelden yoksun inanış sebebiyle lale soğanı fiyatlarının astronomik düzeylere yükselmesi gösterilebilir. Bu gözü dönmüşlük sonrasında ekonomik gerçeklerin geç de olsa fark edilmesiyle lale soğanı fiyatları büyük bir hızla düşmüş ve bu ekonomi dışı subjektif güdülerle hareket eden pek çok insan servetlerinin önemli kısmını kaybetmişlerdir. Benzer şekilde 1990'lı yılların özellikle ikinci yarısında "yeni ekonomi şirketleri" olarak nitelenen internet şirketleri gibi ileri teknoloji şirketlerine yapılan yatırımlar, ekonomik temellerden yoksun bir şekilde bu şirketlerin fiyatlarını aşırı şekilde yükseltmiş ve sonuç lale soğanı örneğindeki gibi olmuştur. O dönemde lale soğanları için ve geçtiğimiz yıllarda internet şirketlerinin hisse senetleri için oluşan piyasa fiyatlarının, lale soğanlarının ve internet şirketlerinin gerçek değerinin bir göstergesi olduğunu söyleyebilmek mümkün değildir. Ancak yukarıda da ifade edildiği ve kuramın öngördüğü gibi fiyatlar uzun dönemde gerçek değere yaklaşma eğilimi göstermiştir.

Değer ile piyasa fiyatı arasındaki farkı kavramak için yapılabilecek bir şey de okyanusta belirli bir andaki su seviyesini fiyat olarak düşünmektir. Su seviyesi med-cezir olayı ile düşüp yükselir. Su seviyesi aynı zamanda dalgalanır ve diğer bazı etkenlerin etkisine de maruzdur; ancak bu etkiler med-cezir tarafından oluşturulan seviye civarında, görece daha önemsiz, küçük hareketler gerçekleştirirler. Görülmektedir ki fiyat (herhangi bir andaki su seviyesi), dışsal faktörlerin etkisiyle gerçek değerini (normal su seviyesinin) altında veya üstünde olabilmektedir (Taylor, 1996).

Fiyatın değerden farklılaşmasına yol açan başlıca etkenler şunlar olabilir (Stanley, 1967: 640):

- Eksik bilginin ve ekonomide belirsizliğin olması,
- Alıcı sayısının az olması,
- Tarafların rasyonel hareket etmemesi,
- Satışta pazarlığın olmaması,
- Satılan ürünün ünü ve büyüklüğü,
- Çeşitli hükümet politikaları ve sınırlamaları,
- Alıcının piyasada tekel konumuna geçmek istemesi nedeniyle mal ya da hizmete değerinden fazla fiyat biçmesi,
- Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar ve bu faktörlerin konjonktürel durumu,
- Kısa sürede satış yapmak amacıyla fiyatın değerini altında belirlenmesi.

3. İşletme Değeri

Değer kavramının ekonomik anlamının belirlenmesinde olduğu gibi işletmeler için değer ne anlama geldiği, değer önemi, kaynakları ve ölçülmesi gibi konular da oldukça karmaşık bir nitelik taşımakta ve sürekli olarak yoğun tartışmaların odağında kalmaktadır.

3.1. İşletme Değeri Kavramı

Bir işletme için çok sayıda farklı amaçla çok sayıda değer tanımı yapılabilmekle birlikte finansal anlamda işletme değeri dendiğinde kastedilen değer tanımı işletmenin *uygun piyasa değeri* olmaktadır. Uygun piyasa değeri; bir varlığın, piyasada varlıkların değerini etkileyebilecek tüm bilgilere sahip, herhangi bir zorlayıcı etki altında olmayan, istekli bir alıcı ve satıcı arasında el değiştirdiği fiyattır. İşletme değeri söz konusu olduğunda tanımdaki varlık, işletmenin kendisi olmaktadır. Tasfiye gibi, taraflardan birinin, varlığın el değiştirmesi sürecinde zorunlu olarak bulunduğu bir işlemde ortaya çıkan değer, farklı bir tür işletme değeri olarak nitelenebilmekle birlikte, varlığın ya da işletmenin uygun piyasa değeri olmayacaktır.

İşletme değeri, değer ekonomik temelleri açısından baktığımızda, zaman zaman maliyetin zaman zaman da faydanın yani sağladığı nakit akışlarının, kârın veya kâr payının bir fonksiyonu olarak tanımlanmakta ve hesaplanmaktadır. İşletmenin özgün nitelikleri, faaliyette bulunduğu endüstri, makroekonomik değişkenler, değer belirlenmesindeki özel amaç gibi pek çok etken, değer tanımı ve belirlenmesi üzerinde etkili olmaktadır.

İşletme değeri belirsizlik taşıyan bir kavramdır. Bu nedenle değerlendirme sürecindeki yaygın yanlış anlamalardan ve hatalardan kaçınmak için terimi mümkün olduğunca açık ve net olarak ortaya

koymak önemlidir. Bu, işletmenin spesifik durumuna (işletme işleyen bir teşebbüs müdür? özel bir işletme midir? iflas sürecindeki bir işletme midir? v.b.), değerlemeyle ilgili spesifik bir kişiye (kimin için değer? kime göre değer? v.b.), spesifik bir amaca (ne için değer?) ve spesifik bir değerlendirme tekniğine atıf yapılmaksızın gerçekleştirilemez. Bir başka ifadeyle, işletme değeri büyük ölçüde neyin, kim için, hangi amaçla ve nasıl değerlendirildiğine bağlıdır (Pereiro, 2002: 34).

Bu çalışmanın konusu işletmenin uygun piyasa değeri, bir başka ifadeyle gerçek değeri olmakla birlikte, hem uygun piyasa değerinin anlaşılmasında yardımcı olması hem de farklı amaçlarla yapılan değerlemenin nasıl farklı işletme değeri tanımlarını ortaya çıkardığının belirlenmesi açısından, literatürdeki farklı değer tanımları aşağıda kısaca açıklanacaktır.²

3.2. İşletme Değeri Tanımları

Değer, değerlemenin amacına bağlı olarak pek çok farklı anlamlara gelebilmektedir. Değerleme literatüründe en çok göz önünde bulundurulmuş değer tanımları defter değeri, likidasyon (tasfiye) değeri ve işleyen teşebbüs değeri olmaktadır. Bu değer tanımlarının değerlendirme yönteminden çok değerlerin farklı tanımları, ya da değere farklı yaklaşımları ifade ettiği; bu nedenle değerlendirme yöntemleri için bir çatı oluşturduğu unutulmamalıdır.

3.2.1. Defter Değeri

Defter değeri muhasebe değeri olarak da düşünülebilir. Defter değeri amortisman düşülerek belirlenen varlık değerinden borçların çıkarılması sonucu bulunan değerdir. Defter değeri tarihi nitelik taşır ve geçmişte ne olduğuyla ilgilidir. İşletme değerinin belirlenmesinde defter değerinin genellikle önemli bir rolü bulunmamaktadır. Çünkü işletmelerin cari değerleriyle defter değerleri arasındaki ilişki zayıftır. Defter değerinin bir başka zayıf yönü ise işletmelerde kullanılan farklı muhasebe yöntemleri ile farklılaşabilmesidir. Enflasyonist ortamlarda işletmenin defter değeri olduğundan daha düşük, deflasyonist ortamlarda ise daha yüksek görünebilecektir. Defter değeri, değerlendirme yöntemleri için destek amaçlı olarak kullanılabilir gibi, şu durumlarda da anlamlı olabilir:

- Yeni kurulmuş işletmelerde,
- Kazançları dengesiz olan işletmelerde,
- Geleceğe yönelik belirsizliğin yüksek olması nedeniyle gelecek gelirlerine dayalı yöntemlerin oldukça spekülasyon bir hal aldığı durumlarda, (Blackman, 1992: 60).
- Sermaye piyasalarının ve/veya ekonominin daraldığı ve uygun bir fiyatla yeni menkul kıymetlerin pazarlanmasının zor olduğu durumlarda,
- İşletmenin hisse senetlerinin defter değerinin cari piyasa değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu durumlarda,

² Halka açık bir işletmenin piyasa değeri, her bir hisse senedinin cari piyasa fiyatı ile hisse senedi sayısının çarpımı olduğundan, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde "işletme değeri" ifadesi yerine zaman zaman "hisse senedi değeri" ifadesi kullanılacaktır.

- Bankalar gibi varlıklarının büyük bölümü parasal varlıklar olan işletmelerde (Aydın, 1989: 133).

Defter değeri, piyasa değeri ile oluşan fark ve maddi olmayan varlıkların dikkate alınmaması nedeniyle düzeltilir. Bu düzeltmeler defter değerini temel alan spesifik ölçülerde kısmen göz önüne alınır. Defter değerini düzeltmeyi amaçlayan en önemli spesifik ölçüler arasında düzeltilmiş defter değeri, yerine koyma değeri ve net aktif değeri sayılabilir.

3.2.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, işletmenin varlıklarının hızlı bir şekilde satılmasından elde edilecek tutardan borçların çıkarılması ile elde edilecek tutardır. Tasfiye değerinin önemi işletmenin karşılaşılabileceği her hangi bir durumda sahip olacağı en düşük değeri ortaya koymasındadır (Pricer ve Johnson, 1997: 25). Tasfiye değeri, tasfiyenin isteğe bağlı ya da zorunlu olması durumunda da değişecektir. Bu nedenle tasfiye değerinin spesifik ölçülerinin de zorunlu tasfiye değeri ve ihtiyari (isteğe bağlı) tasfiye değeri olduğu söylenebilir. Tasfiye değeri de, işletmenin işleyen bir teşebbüs olmasından kaynaklanan değer unsurlarını dikkate almadığı için işleyen bir işletmenin değeri için bir anlam ifade etmemektedir.

3.2.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen bir teşebbüs olarak işletmelerin değeri, tek tek varlıklarının toplam değeri olmayıp, bunlara eklenen elle tutulamayan "örgüt" unsurunun da göz önüne alındığı değerdir. İşletmenin işleyen teşebbüs değerinin varlıkların toplam değerinden, bir başka ifadeyle defter değerinden veya tasfiye değerinden düşük olduğu durumlarda işletmeyi işleyen bir teşebbüs olarak tutmanın bir anlamı olmayacaktır (Aydın, 1989: 135).

Amerikan Değerlemeciler Kurumu (ASA), işleyen teşebbüs değeri için şu tanımları benimsemiştir: *Bir işletmede, eğitilmiş işgücü ve işlevsel tesisler ile faydalı lisanslara, sistemlere ve prosedürlere sahip olma nedeniyle oluşan maddi olmayan varlıkların değeri göz önünde bulundurularak belirlenen değer.*

Tanım, işletmenin varlıklarının, net aktif değeri gibi kabul edilebilir bir ölçüsüne eklenmesi gereken, değer kazanma bileşenlerini ifade etmektedir. İşleyen bir teşebbüs olarak faaliyet gösteren bir işletme ile işleyen bir teşebbüs niteliği taşımayan bir işletmenin arasındaki en önemli fark, kuşkusuz birincinin faaliyetlerinden gelir elde edebilmesi veya gelir elde etmeyi umması, buna karşılık ikincisi için böyle bir durumun söz konusu olmamasıdır. Bu doğrultuda, tüm aktif iş girişimlerinin, hem bir varlık değerine hem de girişimin faaliyetlerinden sağladığı gelire dayalı bir değere sahip olduğu sonucuna varılabilir. Ancak bu, gelire dayalı değer her zaman pozitif olacağı anlamına gelmez. Varlıklarına göre elde ettikleri gelir, piyada sağlanabilecek risksiz getiri oranından az olan işletmelerin negatif gelir bileşenine sahip olduğu söylenebilir (www.aqp.com/valuation/methods.htm).

İşleyen teşebbüs değerini temelde işletmenin sahip olduğu üç şeyin arttırdığı kabul edilir. (Brealey vd., 1997: 120).

i. Ekstra Kazanç Gücü: Bir şirket varlıklarından, yeterli bir oranın daha üzerinde kazanma

becerisi gösterebilir. Örneğin bir havayolu şirketi iç ve dış hatlarının ağını birbirine bağlayarak uçaklarını rakiplerinden daha iyi kullanabilirse daha yüksek bir getiri oranı elde edecektir. Bu durumda şirketin uçaklarının değeri defter değerinden veya ikinci el değerinden daha yüksek olacaktır.

ii. Maddi Olmayan Varlıklar: Muhasebede bilançoya konmayan pek çok varlık vardır. Bu varlıklar, bunlara sahip olan işletmeler için son derece önemli olabilir. Bir ilaç firmasının değeri büyük ölçüde geliştirdiği ve patentini aldığı ilaçların satışından elde ettiği nakit akışından kaynaklanır. Bu işletmeler bu ilaçları geliştirmek için çok büyük miktarlarda araştırma geliştirme (AR-GE) yatırımını yapmaktadırlar. Ancak AR-GE yatırımları yakın zamana kadar muhasebede yatırım olarak kabul edilmiyor ve bilançoda görünmüyordu. Ama başarılı bir AR-GE yatırımını firmaların hisse senedi fiyatlarına olumlu şekilde yansır.

iii. Gelecekteki Yatırımların Değeri: Eğer yatırımcılar bir işletmenin gelecekte son derece kârlı yatırımlar yapma potansiyeline sahip olduğuna inanırlarsa, işletmenin hisse senedine bugün daha fazla ödeyeceklerdir. Microsoft halka açıldığında 73 milyar dolar olan değeri, daha sonra 519 milyar dolara kadar yükseldi. Bu, o dönemde kısmen işletmenin maddi olmayan bir varlığından; geliştirdiği MS/DOS işletim sisteminden kaynaklanmaktaydı. Ama asıl önemli olan, Microsoft büyüyen bir işletmeydi. Yatırımcılar işletmenin, işletim sistemine bağlı olarak başarılı ürünler tasarlamasına olanak verecek know-how'a ve büyüme potansiyeline sahip olduğuna inandıkları için işletmeye bu primi verdiler.

Yatırımcılar bugünkü ve gelecekteki kazanç gücüne dayanan hisse senetlerini satın alırlar. İşletmenin elde edebileceği kârları iki anahtar öge belirler: birincisi, işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarıyla yaratabileceği kârlar; ikincisi, işletmenin, gelecekteki kârlarını arttıracak verimli projelere yatırım yapma fırsatlarına sahip olması (Brealey vd., 1997: 120-121).

Bir işletmenin işleyen bir teşebbüs olarak değerinin spesifik ölçüleri gerçek değer ve cari piyasa fiyatıdır.

Bir işletmenin ya da hisse senedinin *gerçek değeri*, işletmenin geçmiş verileri, gelecekteki faaliyetlerine ilişkin planları ile sektörün ve genel ekonominin geleceğine ilişkin beklenti ve tahminler kullanılarak öngörülecek olan, işletmenin gelecekte elde edeceği gelirlerin bir fonksiyonu olarak hesaplanan değerdir (Sankamış, 2000: 6). Gerçek değer, işletme özelinde işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı, gelecekte belirli ölçüde gelir getirici yatırımlar yapma potansiyeli ve bunların devamlılığı gibi etkenler göz önünde bulundurularak belirlenir. Gerçek değer belirlenirken bunların dışında, işletmenin faaliyette bulunduğu sektörün, ekonominin ve işletmenin çalışma alanına göre global ekonominin geleceğine ilişkin tahminler gibi işletme dışı faktörler de göz önünde bulundurulur. Çünkü bu dışsal etkenler de işletmenin gelir elde etme yeteneği üzerinde doğrudan etkilidir. Görüldüğü gibi işletmenin işleyen teşebbüs değerinin kuramsal olarak en doğru ölçüsü gerçek değer olmaktadır.

Bir işletmenin ya da hisse senedinin *piyasa fiyatı*, piyasada oluşan arz ve talebi dengeleyen fiyattır. Bu değer, o günkü arz ve talep miktarına göre oluşur ve bu nedenle arz ve talep değişkenlerinin

büyüklikleri nedeniyle değişiklikler gösterebilir (Sankamış, 2000: 6). Bir işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatı, işletmenin etkinliğinde bir değişme olmaksızın da, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklikler gösterebilir. Bir başka deyişle piyasa koşulları bir hisse senedinin piyasa fiyatını gerçek değer üzerine çıkarabileceği gibi altına da indirebilir (Aydın, 1989: 133).

Gerçek değer ile piyasa fiyatının kuramsal olarak uzun dönemde birbirine yaklaşması beklenir. Çünkü normal koşullarda hiç kimse bir şeye gerçek değerinin üzerinde ödemek istemez. Benzer şekilde gerçek değerinin altında bir fiyatla satılan bir şeye de piyasada ek talep oluşacak ve cari fiyat gerçek değere yaklaşacaktır. Etkin bir sermaye piyasasında da hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile gerçek değeri arasındaki fark, piyasa taraflarının işlemleri ile kısa zamanda giderilir. Çünkü etkin bir sermaye piyasasında işletmelere ve genel ekonomik duruma ilişkin bilgiler herkese açıktır ve yatırımcılar bu bilgileri kullanarak işletmelerin gerçek değerini belirleme olanağına sahiptir. Böyle bir piyasada piyasa fiyatı gerçek değerinden farklı olan hisse senetleri için oluşacak ek arz veya talep ile fiyatlar gerçek değere yaklaşacaktır. Ancak uygulamada piyasa etkinliğini zayıflatan pek çok etken vardır ve bu etkenler sebebiyle cari fiyatlar, gerçek değerden oldukça farklı olabilmektedir.

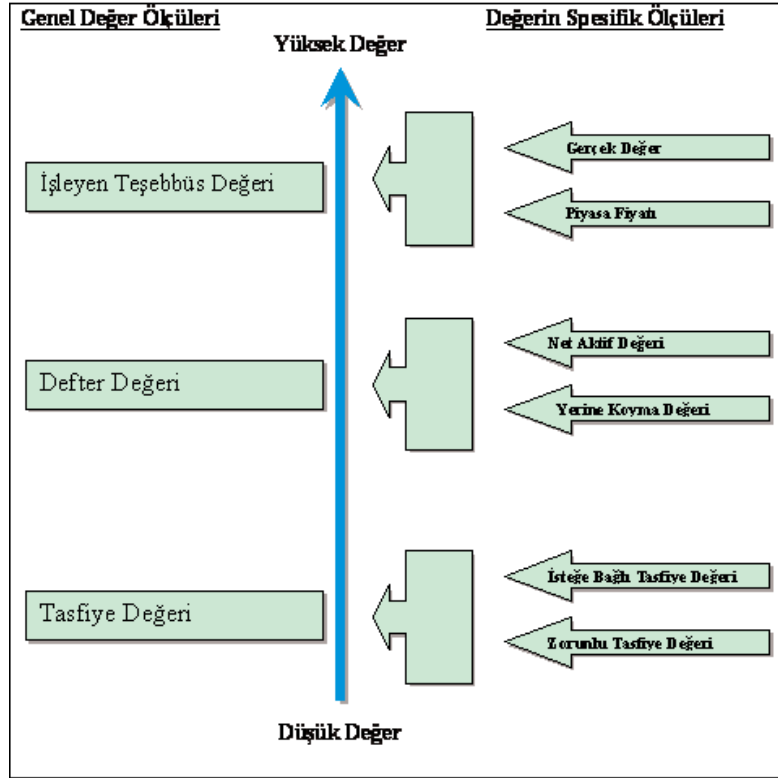
İşleyen teşebbüs değeri, piyasa fiyatının gerçeği yansıtmıyorsa yansıtmadığı konusunda yapılan araştırmalarda kullanıldığı gibi, işletmelerin bir bütün olarak satılması durumunda ulaşacağı değer olarak da tanımlanmaktadır (Aydın, 1989: 135).

Sermaye piyasalarının etkin olduğu ve hisse senetlerinin piyasada büyük oranlarda alınıp satıldığı bir ortamda işletmelerin işleyen teşebbüs değeri, hisse senetlerinin piyasa fiyatı kullanılarak bulunabilir. Yukarıda da ifade edildiği gibi etkin piyasalarda işletmelerin işleyen teşebbüs değerinin, hisse senetlerinin piyasa fiyatına eşit olacağı kabul edilmektedir. Buna karşılık, etkin olmayan piyasalarda işletmenin işleyen teşebbüs değerini bulmada tüm çaba işletmenin gelir getirme gücünün belirlenmesine odaklanmaktadır (Aydın, 1989: 135).

Kuramsal olarak bir işletmenin en yüksek değeri işleyen teşebbüs değeridir; daha sonra defter değeri ve tasfiye değeri gelmektedir. Aşağıdaki şekilde bir işletmeyle ilgili çeşitli değerler dizisi görülmektedir.³

Şekildeki işleyen teşebbüs değerinin spesifik ölçüleri ile defter değerinin spesifik ölçülerinin zaman içinde koşullara bağlı olarak birbirlerinin altına inip üstüne çıkabilecekleri; yine olağanüstü koşullarda bir işletmenin defter değerinin, işleyen teşebbüs değerinden daha yüksek olabileceği unutulmamalıdır.

³ Robert W. Johnson ve Ronald W. Melicher, Financial Management, (Boston: Allyn and Bacon Inc., 1982), s. 404'deki şekilden esinlenilmiştir.



Şekil 1. Bir İşletmeyle İlgili Değerler Dizisi

4. Sonuç ve Öneriler

Serbest piyasa ekonomisi, üretim faktörlerini bir araya getiren girişimcilerin ürettiklerinin fiyatının taraflarca serbestçe belirlendiği ve el değiştirdiği sistemdir. Piyasa sistemi içinde belli bir fiyattan el değiştirenler mallar ve hizmetler olabileceği gibi, bir bütün olarak işletmeler ve menkul değerler de olabilir. Malların ve hizmetlerin aynı zamanda işletmelerin ve menkullerin değerlerinin ne olması gerektiği piyasa mekanizmalarıyla kararlaştırılır. Değerin ve fiyatın ne olduğu ve bunlara nelerin kaynak teşkil ettiği değer teorilerini ortaya koyan ekonomistlerce incelenmiştir. Fiyat kavramı da ekonomistler tarafından açıklanmıştır. Bu iki kavram günlük ekonomi dilinde eş anlamlı olarak kullanılsa da, aslında birbirlerinden sıklıkla ayrışabilmektedirler. Değer, fiyat ve değerlendirme konusu gelişmiş ekonomilerde büyük önem atfedilen konulardır, çünkü bu süreç piyasa ekonomisinin temelini oluşturur. Bu nedenle değer ve değerlemenin kökenlerinin iyi anlaşılması ve uygulanması, iyi işleyen bir piyasa mekanizması için son derece önemlidir.

İşletme değerlemesi konusu piyasa ekonomisinin başından beri var olmakla birlikte, küreselleşme ile

büyük hız ve hacim kazanan, dünyanın dört yanında karlı yatırım olanakları arayan sermaye akımları nedeniyle, özellikle bu sermaye akımlarına büyük ihtiyaç duyan gelişmekte olan ekonomiler açısından daha da önemli hale gelmiştir. Bu piyasalarda doğru değerlendirme pratiklerinin gerçekleştirilmesi düzeyi arttıkça piyasa daha etkin bir piyasa haline gelecek ve bu da güven ve kurumsallaşma arayan yabancı sermaye için daha da cazip olacaktır. Ayrıca yerel işletmelerin yabancı sermayenin eline gerçek değerinin çok altında bir fiyatla geçmesi gibi olumsuz durumlar da en aza indirilebilecektir.

Bu amaca hizmet etmesi için bu çalışmada, değer ve fiyat kavramlarının kuramsal kökenleri ile işletme değeri ve işletme değerinin farklı tanımları arasındaki bağ kurulmaya çalışılmış, böylece değerlendirme alanında çalışan teorisyen ve pratisyenlere konunun felsefi ya da ekonomik kökenleri ile işletme değeri arasındaki bağı daha net görmek adına bir taban sağlanmaya çalışılmıştır.

Ekonomik anlamda işletme değeri, işleyen teşebbüs değeridir. Ancak istisnai durumlarda ve bazı sektörlerdeki işletmeler için defter değeri; ve tasfiye halindeki işletmeler için de tasfiye değeri anlam taşıyabilir. Bu değerler, faaliyet halindeki bir işletmenin değeri belirlenirken, ki genellikle yapılan ve önemli olan budur, ancak destekleyici göstergeler olabilir. İşleyen teşebbüs değeri iki şekilde ifadesini bulur. Birincisi piyasa değeri, ki özellikle borsada işlem gören işletmeler açısından günlük olarak piyasa tarafından belirlenir, ikincisi ise değerlemecinin işletmenin gelecekteki gelir akımlarına ilişkin yargılarına/tahminlerine dayalı analizi sonucunda belirlediği değerdir. Buradan da anlaşılmaktadır ki, işleyen teşebbüs değeri hesaplaması yargısal ve subjektiflik içerir. Yani bir değerlemeci işletmenin geleceğine ilişkin farklı yargılarda bulunurken bir diğeri daha farklı çıkarımlar yapabilir, bunun sonucunda da farklı değerlere ulaşabilirler. Aslında borsalardaki işlemlerin temelinde de bu yatmaktadır. Gerçek değer piyasa değerinden düşük olduğunu düşünen yatırımcılar hisse senetlerini satmakta, yüksek olduğunu düşünenler ise almaktadır. Böylece farklı yargılara sahip değerlemecilerin oluşturdukları arz ve talep sonucu işletmelerin günlük piyasa değerleri ortaya çıkmaktadır. Elbette ki piyasa değerinin gerçek değerden farklı olduğunu düşünen yatırımcı için piyasa değeri, değerden çok fiyattır, çünkü bu yatırımcı bunun gerçek değer olmadığını, farklı nedenlerle gerçek değerden sapmış olan fiyat olduğuna inanmaktadır. Buradan hareketle piyasa değerine, işletmenin gerçek değerine ilişkin piyasanın yargısı ya da konsensüsü denebilir.

Gelişmekte olan piyasalarda doğru değerlemenin, finansal küreselleşme ve sermaye akımları sürecinde büyük önem taşıdığı ifade edilmişti. Bu nedenle bu çalışmada incelenen kavramların ve değerlemenin temelini oluşturan dinamiklerin de doğru anlaşılması önem kazanmaktadır. Bu çalışmada bu kavramların açıklanması ile yetinilmiş, çok daha geniş, teknik ve ayrı bir çalışmanın konusu olan işletme değerlendirme yöntemlerine girilmemiştir. Değerleme sürecinde elbette değerlendirme yöntemleri de iyi anlaşılmalıdır. Bu nedenle akademik ve uygulamacıların değerlendirme konusunda gerek ampirik gerekse teorik çalışmaları derinleştirerek yapmalarında, ekonominin ve finansal piyasaların etkinlik ve verimliliği açısından büyük yarar bulunmaktadır.

Kaynakça

Aydın, Nurhan (1989) "İşletme Birleşmelerinde İşletme Değerinin Belirlenmesi" Anadolu Üniversitesi Afyon İ.İ.B.F. 15. Kuruluş Yılı Armağanı, 129-150.

Blackman, Irving L., (1992), Valuing Your Privately Held Business, ABD: McGraw-Hill, 1992).

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (1997), İşletme Finansının Temelleri, (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Ankan, Hatice Doğukanlı), İstanbul: Literatür Yayınevi

Davis, Chris (2003) Theories of Value, www.idlex.freereserve.co.uk/idle/evolution/human/economic/value.html, (Erişim: 22.01.2003)

Encyclopedia of Banking and Finance (1962), ABD: The Bankers Publishing Co.

Hançerlioğlu, Orhan (1973), Ekonomi Sözlüğü, İstanbul: Remzi Kitabevi

Kazgan, Gülten (2000), İktisadi Düşünce veya Politik İktisatın Evrimi, İstanbul: Remzi Kitabevi

Pereiro, Luis E.(2002), Valuation of Companies in Emerging Markets, ABD: John Wiley & Sons

Pricer, Robert W. ve Alec C.Johnson (1997), "The Accuracy of Valuation Methods in Predicting The Selling Price of Small Firms" Journal of Small Business Management, 35(4), 24-36

Sankamış, Cevat (2000) "Pay Senedinin Pazar Fiyatı ile Gerçek Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası", Muhasebe ve Finansman Dergisi, 6, 6-8

Taylor, Kit Sims, (1996) Human Society and Global Economy, <http://distance-ed.bcc.ctc.edu/econ100/ksttext/Value/value.htm>, (Erişim: 20.01.2008).

Yazıcı, Kuddusi (1997) Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri, Ankara: DPT

Valuation Methods, www.aqp.com/valuation/methods.htm , (Erişim: 13.2.2008)