

FİRMA DEĞERLEMESİNDE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN YERİ VE ÖNEMİ

Ayşe PAMUKÇU*
Ayça AKARÇAY ÖĞÜZ**

Özet

Bilgi teknolojisinde yaşanan gelişmelerin ve değişimlerin etkisiyle ticari sınırların ortadan kalkması, yatırımların uluslararası boyutlarda olması, artan küresel rekabet koşulları; işletmeleri değerlerini belirleyebilmek ve performanslarını arttırabilmek için maddi olmayan duran varlıklar olarak kabul edilen entelektüel sermaye kavramına yöneltmiştir. Bir işletmenin gerçek değerinin belirlenmesinde maddi varlıklar ne kadar önemli ise artık maddi olmayan varlıklar da onlara verilen önemden daha fazlasını hak etmektedir. İşletmeleri diğer işletmelerden ayıran, rekabet gücü sağlayan maddi olmayan varlıkların soyut olması nedeniyle değerlerinin tespit edilmesi ve raporlanması maddi varlıklara oranla kolay değildir. Bu makalede entelektüel sermayenin tanımı, unsurları, ölçme yöntemleri ve raporlanması incelenerek, işletme değerlemesinde ne kadar önemli bir rol üstlendiği irdelenecektir.

Anahtar Kelimeler: Entelektüel Sermaye, Maddi Olmayan Varlık, Firma Değerlemesi

ROLE AND IMPORTANCE OF INTELLECTUAL CAPITAL IN FIRM VALUATION

Abstract

Intangible assets are considered to be led to the concept of intellectual capital with the effects of changes in information technology developments and changes as elimination of trade barriers, investments in international dimensions, increasing of global competitive conditions and to improve their performance. In determinating of real value of a business, intangible assets should be more important than tangible assets. Intangible assets which provide competitiveness to businesses are abstract values and compared to tangible assets, detection and reporting is not easy. In this article, the definition of intellectual capital and its elements, measurement, reporting methods and the role of their importancy would be discussed.

Keywords: Intellectual Capital, IntangibleAssets, Firm Valuation

* Marmara Üniversitesi, İşletme Bölümü

** Marmara Üniversitesi, İşletme Bölümü

1. Giriş

Entelektüel sermaye kavramı, bilginin artan gücü ile işletmelerin sahip olduğu en önemli sermaye türlerinden biri haline gelmiştir. İşletmelerin finansal tablolarında yer alan finansal varlıklar bir diğer ifade ile maddi varlıklar işletmelere değer katan olmaktan çıkmış yerini bilgiye dayalı görünmeyen varlıklara bırakmıştır. İşletmeyi diğer işletmelerden ayıran, işletmenin rekabet gücünü arttıran, temelinde bilgi, beceri ve deneyim olan; işletmenin şu andaki ve ilerideki başarısını direkt olarak etkileyen bu varlıkların ki bunlar; işletmenin sahip olduğu bilgi, sistem, süreçler, patent, anlaşmalar gibi maddi olmayan varlıkların belirlenmesi ve gelişiminin sağlanması kadar doğru bir şekilde ölçülmesi ve işletme ilgilileriyle paylaşılması da çok büyük önem taşımaktadır.

2. Entelektüel Sermaye ile İlgili Kavramlar

Literatürde evrensel olarak kabul gören herkes tarafından benimsenen tek bir sermaye tanımı yer almamaktadır.[1]Farklı bakış açıları ile oluşturulan entelektüel sermaye tanımlarına yer verilmeden önce “entelektüel” ve “sermaye” kavramlarının üstünde durulması; entelektüel sermaye kavramının anlaşılması açısından yararlı olacaktır. “Entelektüel” kelimesi, kaynağı Batı dillerine dayanan ve bilim, sanat ve kültür alanlarında yüksek derecede eğitim görmüş kimse ya da aydın kesimini ifade etmede kullanılan bir kavramdır.[2] Kelimenin kökü “intellect”, beyin, akıl, kudret, idrak ve uyanıklık anlamına gelir. [3] “Sermaye” kelimesi ile ilgili olarak ise bakış açılarına göre farklı tanımlar yapılmıştır. Muhasebe açısından ele alındığında sermaye, işletmenin sahip olduğu her türlü iktisadi kıymetlerin kaynağı [4] olarak tanımlanırken işletme bilimi açısından işletmenin amaçlarına ve üretim çabalarına uygun olarak sahip olduğu tüm maddi ve maddi olmayan varlıkların toplamı[5] olarak ifade edilmektedir.

Entelektüel Sermaye, [intellectual capital] Latince ilişkileri ifade eden “inter” ile okuma ve bilgi edinmeyi, toplanan bilgiyi ifade eden “lectio” kelimeleriyle, birikim, kaynak ve toplamı ifade eden “capital” kelimelerinden oluşmuştur.[6]

2.1. Entelektüel Sermaye Kavramı

Entelektüel sermaye kavramının doğru ve tam olarak tanımlanması; entelektüel sermayenin kullanımını, yönetilmesini, ölçülmesini ve raporlanmasını kolaylaştıracaktır. Fakat bugüne kadar entelektüel sermaye kavramına ilişkin konu ile ilgili yazarlar tarafından tanımlamalar yapılsa da üzerinde hem fikir olunan tek bir tanım bulunmamaktadır.[7] Yapılan bu tanımların birbirinden farklı olmasının nedeni ise değişik bakış açılarına göre konunun ele alınmasıdır. Yapılan tanımlar bazen entelektüel sermayenin unsurlarından yola çıkılarak oluşturulmuş, bazen ise işletmedeki değerinin belirlenmesi, yeri ve önemi belirtilerek açıklanmış bazen de tanımlanmasından ziyade ölçülmesine ve yönetilmesine yönelik ifadelerde bulunulmuştur. Literatürde yer alan entelektüel sermaye tanımlarından bazılarını aşağıda değinilmiştir.

Entelektüel sermaye kavramını ilk kullanan Galbraith, 1969 yılında bu kavramın, insan zekasından kaynaklanan bir unsur olmanın yanında, bir entelektüel faaliyetler bütünü olduğunu savunmuştur. [8]

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütüne [OECD] göre entelektüel sermaye; bir işletmenin sahip olduğu maddi olmayan duran varlıkların, daha açık bir ifade ile yapısal sermaye ve insan sermayesinin ekonomik değeri olarak tanımlanmaktadır. [9]

Fortune Dergisi editor Thomas Stewart, bilgiyi referans alan “Beyin Gücü” başlıklı makalesinde entelektüel sermayeyi; işletmeye piyasada rekabet avantajı sağlayan, işletme çalışanlarının bildiği her şeyin toplamı olarak tanımlamıştır. [10] 1997 yılında yayınlanan “Entellektüel Sermaye: Kuruluşların Yeni Zenginliği” adlı kitabında ise entelektüel sermayeyi paketlenmiş faydalı bilgi ve görünmez değerleri olarak ifade etmiştir. Bunlar, işletme süreçleri, teknolojileri, patentleri, çalışan kişilerin yetenekleri ve müşterileri, tedarikçileri ve paydaşları hakkındaki bilgilerden oluşur. [11]

İlk profesyonel entelektüel sermaye yöneticisi olarak bilinen Leif Edvinsson ise entelektüel sermayeyi değere dönüştürülen bilgi olarak ele almıştır. Edvinsson ve Malone göre ise, entelektüel sermaye bir işletme için değerli olan insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olarak sınıflandırılan bilgilerin toplamıdır. [12]

Başka bir kapsamlı tanım ise Brooking tarafından yapılmıştır. Brooking’e göre entelektüel sermaye işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesini, fonksiyonlarını yerine getirebilmesini sağlayan maddi olmayan varlıkların tümüdür. [13]

Sullivan’a göre bilgi kara dönüştürülebiliyorsa entelektüel sermaye olarak değerlendirilir. Kara dönüştürülen bilgi; beşeri ve entelektüel değer unsurlarından meydana gelir. Beceri, yetkinlik, bilgi ve teknik bilgiye sahip olan bireyler beşeri unsurları oluştururken, entelektüel değer, beşeri sermayenin işletme tarafından koruma altına alındığı zaman yaratılır. [14]

Ünlü yönetim bilimci Peter Ducker tarafından entelektüel sermaye, işletmenin bulunduğu pazar içerisinde rekabet avantajı sağlayarak kendisine değer katan bir kaynak olarak tanımlanmıştır. [15]

Sveiby’e göre ise, entelektüel sermaye bir işletmenin çalışanlarının, içsel ve dışsal yapılarının oluşturduğu görünmez değerler olarak ifade etmiştir. [16]

Avrupa Birliği entelektüel sermayenin tanımı ve unsurları hakkında uzlaşma sağlamak üzere bir proje olarak MERITUM’u gerçekleştirdi. Fakat entelektüel sermaye tanımında uzlaşma sağlanamasa da entelektüel sermayeyi insan, yapısal ve ilişkisel sermayelerin bileşimi diye tanımlayarak aslında unsurlarını ortaya koymuştur. [17]

Entelektüel varlık, entelektüel mülkiyet, maddi olmayan varlık, bilgi varlıkları ve şerefiye gibi kavramlar zaman zaman entelektüel sermaye kavramı yerine kullanılmaktadır. Fakat entelektüel sermaye yukarıda yapılan tanımlardan da anlaşılacağı gibi bu kavramların hepsini kapsayacak kadar geniştir.

Entelektüel sermaye ile ilgili yapılan tanımlar değerlendirildiğinde entelektüel sermayenin özellikleri belirlenebilir. Entelektüel sermayenin belirgin özelliği gayri maddi olması veya soyut olmasıdır. İkinci bir özellik ise işletmenin finansal sonuçları bakımından değerli olmasıdır. Üçüncü özellik ise büyük ölçüde insan ile ilişkili bulunmasıdır. [18] Bilginin kara dönüştürülmesi ve işletmelere rekabet avantajı sağlaması da özellikleri arasında sayılabilir.

2.2. Entelektüel Sermayenin Unsurları

İşletmelerde entelektüel sermayeyi oluşturan unsurlara, konuyla ilgilenenler tarafından içeriği aynı olmakla birlikte değişik adlar kullanılmakta ve bu unsurlar entelektüel sermaye modelleri veya bileşenleri olarak da ifade edilmektedir.[19] Entelektüel sermayenin tanımında olduğu gibi unsurları ile ilgili olarak da henüz evrensel bir sınıflama bulunmamaktadır. Entelektüel sermayeyi meydana getiren unsurlar, insan sermayesi, ilişki sermayesi, müşteri sermayesi, rekabetçi sermaye, sosyal sermaye tedarik kaynağı sermayesi, topluluk sermayesi, mevzuat sermayesi ve anlaşma sermayesi gibi çok farklı şekillerde [20] daha ayrıntılı veya iki üç unsurun başlığı altında da ele alınabilmektedir.

Entelektüel sermaye, bir işletmenin sahip olduğu ve rekabet avantajı yaratma amacıyla değer zinciri faaliyetlerinde yararlandığı ya da yararlanmayı beklediği soyut varlıklar içinde değerlendirilmektedir. İşletmenin sahip olduğu bilgi tabanlı varlıkların tümü olarak ifade edilen entelektüel sermaye insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olmak üzere üç temel unsurdan oluşmaktadır.[21]

a. İnsan Sermayesi

İşletme çalışanlarının bireysel olarak kendilerine verilen görevleri yerine getirebilmeleri için sahip oldukları ve kullandıkları bilgilerin, yeteneklerin, deneyimlerin ve yaratıcılık özelliklerinin bir arada toplanmış hali insan sermayesini oluşturur. Bu sermaye türü işletmenin sahip olduğu değerleri, işletme kültürünü ve felsefesini de içine alsın da işletme insan sermayesini sahiplenemez. Çünkü bu sermaye işletme çalışanlarına aittir.[22]

İnsan sermayesinin özünde buluşçuluk yer almaktadır. Bu nedenle işletmenin çalışanları zamanlarını ve yeteneklerini yenilik getirici faaliyetlere yönlendirirse, insan sermayesi yaratılmış ve kullanılmış olur. Bu sermayeyi geliştirmek için, çalışanların fikirlerine önem verilmeli ve iş geliştirmeye yönelik önerileri dinlenmelidir. Bu yüzden, insan odaklı, yönetiminde katılımcı felsefe anlayışı hakim olan, işletme içerisinde vizyon ve misyon kavramları yaygınlaştırılmış, güçlü bir entelektüel sermayeye sahip işletmelerin rekabet gücü ve piyasa değeri artmış olur. [23]

b. Yapısal Sermaye

Organizasyonel sermaye veya örgütsel sermaye olarak da kullanılan yapısal sermaye, işletme çalışanlarının verimliliğini destekleyen donanım, yazılım, veritabanları, organizasyonel yapı, patentler, markalar gibi değerlerden oluşurken başka bir ifade ile işletme çalışanlarının mesailerini bittiği zaman eve giderken işletmede bıraktıkları her türlü bilgi olarak ifade edilmiştir.[24]

Yapısal sermaye, insan sermayesinin yenilik ve enerjisini işletmenin mülkiyetine dönüştürme ve değer yaratma yenilikçiliğinden yararlanma konusunda bir işletmenin yapısal yeteneği olarak tanımlanabilir. [25] İnsan sermayesi ve yapısal sermaye birbiri ile yakından ilişki içindedir. Yapısal sermayenin oluşturulmadığı bir işletmede entelektüel sermaye sadece insan sermayesinden meydana gelir.[26] Çalışanların deneyim ve uzmanlıkları tek başına bir anlam ifade etmez. Bunların yetkinlik haline dönüşmesinde işletmenin fiziksel, sosyal ve kaynak dağılımı yapılarının etkisi büyüktür.[27]

c. Müşteri Sermayesi

İlişki sermayesi olarak da anılan müşteri sermayesi kavramı, işletmenin müşterileri, tedarikçileri, rakipleri ve ilişki içerisinde bulunduğu tüm çevresel unsurları kapsamaktadır. Müşteri sermayesi; güvenilir ve kaliteli hizmet sağlama, müşteri memnuniyeti ve sadakati ile işletme için bir değer oluşturan tüm dışsal unsurların bütünüdür. [28]

Müşteri sermayesi, entelektüel sermayenin para biçimine büründüğü alandır ve işletmenin iş yaptığı insanlarla olan ilişkilerinin değeridir. [29] İşletmelerin finansal raporlama sistemleri müşteri sermayesini ölçmeye uygun olarak düzenlenmiş değilse de bu değeri yansıtan piyasa payı, müşteri tutma ve kaçırma oranları, müşteri başına karlılık gibi göstergeleri takip etmek göreceli olarak daha kolaydır. [30]

Müşteri sermayesi; markalar, müşteriler, müşteri sadakati, işletme adı, dağıtım kanalları, işle ilgili işbirliği, lisans anlaşmaları, istenen nitelikteki sözleşmeler ve franchising anlaşmalarından oluşmaktadır. [31]

Entelektüel sermayenin unsurları olan insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi birbirleriyle yakın ilişki içindedir. Bu unsurların birbirleriyle etkileşimi sonucunda entelektüel sermayenin değeri ortaya çıkar. İnsan sermayesi yapısal sermayenin temelini teşkil eder. Yapısal sermaye insan sermayesinin gelişimine katkıda bulunur. Yapısal sermayenin en önemli görevlerinden bir tanesi de değişken olan insan sermayesinin ve müşteri sermayesinin sürekliliğini sağlamaktır.

3. Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi

Entelektüel sermaye kavramında olduğu gibi entelektüel sermayenin ölçülmesi konusunda da farklı görüşler yer almaktadır. Başlıca nedeni bakış açısı kaynaklı olsa da entelektüel sermaye kalemlerinin maddi olmayan varlıklar olması ve işletmeden işletmeye farklılık göstermesidir. İşletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayenin ölçülmesinde bir takım zorluklar bulunsa da konu ile ilgili çeşitli yaklaşımlar ve yöntemler geliştirilmiştir.[32] Yöntemler incelendiğinde finansal ve finansal olmayan ölçütlerin kullanıldığı ve ayrımın da buna göre oluşturulduğu görülmektedir. Finansal yöntemler entelektüel sermayeyi işletme bazında ölçerken, finansal olmayan yöntemler unsur bazında entelektüel sermayeyi ölçmektedir.[33]

3.1. Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi

Finansal yöntem olarak da anılan bir bütün olarak işletme bazında entelektüel sermayenin ölçülmesinde kullanılan yöntemler incelendiğinde;

a- Piyasa Değeri Defter Değeri Farkı ve Oranı; entelektüel sermayenin en yaygın olarak bilinen göstergesidir. Temel prensip, işletmenin entelektüel sermaye tutarının işletmenin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark yolu ile sunulmasıdır. Piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile de entelektüel sermaye oranı bulunmaktadır. [34] Piyasa değeri; şirketin değerini gösteren borsa değeridir. Defter değeri ise işletmenin bilançosunda yer alan aktif toplamından borçların çıkarılmasıyla elde edilir.

b- Tobin'in Q Oranı; piyasa değeri defter değeri oranının geliştirilmiş hali olarak değerlendirilebilir. Bu yöntemde, defter değeri yerini yerine koyma maliyetine bırakmıştır. "Q" oranı, işletmenin piyasa değerinin mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır. Varlıkların alternatif kullanım değeri, yerine koyma maliyetidir. [35]

c- Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer; bu yöntem işletmelerin bankalardan kredi talebi bulunmaları sırasında yaşanan sıkıntılar sonucunda geliştirilmiştir. Bankalar tarafından kredi limitleri ve şartları belirlenirken gözönünde bulundurdıkları teminat; sahip olunan maddi varlıklardır. Fakat bilgi yoğun işletmelerde maddi varlıklar istenilen düzeyde olmadığı için talep ettikleri kredi alınamıyordu. İllinois eyaletinin Evanston kentinde bulunan ve Kuzeybatı Üniversitesi'ndeki Kellogg İş İdaresi Okuluna bağlı bir araştırma merkezi tarafından bu yöntem geliştirilerek bilgi yoğun işletmelerin maddi olmayan duran varlıklarının değerlerinin ortaya konması durumunda bankaların kredi taleplerine daha ılımlı yaklaşacağı varsayılmıştır. [36] Bu yöntemin dayandığı temel varsayım; işletmedeki maddi varlıkların getiri fazlası hesaplanarak, bu tutarın maddi olmayan varlıkların değerlemesinde kullanılmasıdır. Maddi varlıkların değeri yedi aşamada hesaplanmaktadır. Bu yöntem yukarıda açıklanan iki yönteme göre daha zaman alıcı ve karmaşıktır. Fakat sektörler arasındaki getiri karşılaştırmasını daha gerçekçi yapması; bu yöntemin avantajı sayılabilir. [37]

3.2. Entelektüel Sermayenin Unsur Bazında Ölçülmesi

Finansal olmayan yöntem olarak da ifade edilen bu sınıflandırmada yer alan ölçütler;

a- Alıntı Ağırlıklı Patentler Modeli; Bontis tarafından ilk olarak bir kimya şirketi olan Dow Chemical'a uygulanmıştır. Entelektüel mülkiyetlerin en kolay anlaşılabilir şekli patentlerdir ve işletmeler tarafından geliştirilen patentlerin değerinin hesaplanmasını içerir. [38]

b- Bilgi Muhasebesi: Entelektüel Sermaye Hesap Raporu; bilgi bilançosu olarak da bilinen bu yöntemde bir işletmenin sahip olduğu fikri varlıklar belirlenmektedir. İşletmenin elde ettikleri bilgilerin, önceki yıllara göre nasıl değiştiği ayrıntılı olarak izlenebilmekte, hangi yeteneklerin kazanıldığı, kaybedildiği, izlenebilmektedir. Bilgi bilançosu altı aşamada oluşturulur. Bu yöntemin en önemli özelliği entelektüel varlıklar arasındaki etkileşimlerin analizine yönelik metodlar içermesidir. [39]

c- DATI Projesi ve Danimarka Entelektüel Sermaye Kılavuzu; Danimarka Ticaret ve Sanayi Bakanlığı olarak ifade edilen DATI projesi Danimarka'da faaliyet gösteren işletmelerin, entelektüel sermayelerinin ölçümü ve raporlamasını nasıl yapmaları gerektiğini belirlemek amacıyla gerçekleştirilen bir çalışmadır. Entelektüel sermayeyi; çalışanlar, müşteriler, süreç ve teknoloji olmak üzere dört kategoriye ayırarak incelemiştir. [40]

d- Dengeli Puan Kartı Yöntemi; Robert Kaplan ve David Norton tarafından geliştirilmiş ve kullanımı oldukça yaygın olan performans değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde dört boyut; finansal, müşteri, süreç ve öğrenme ile büyüme üzerinde durulmuştur. Bu yöntemde yöneticiler, işletmenin performansına etki eden faktörleri tek tek tespit ederek, bu faktörlere özgü ölçütleri belirlemektedirler. Bir sonraki adımda finansal sonuçlara etki eden bu ölçütler, işletmenin genel stratejisinin etkinliğini belirlemede birer değerlendirme aracı olarak kullanılmaktadır. [41]

e- Entelektüel Katma Değer Katsayısı; Pulic tarafından geliştirilen bu yöntem, bilginin ölçülmesi ve yönetilmesine yeni ve farklı bir bakış açısı getirmiştir. Entelektüel katma değer katsayısı yönteminde işletme sürekli olarak değişim içerisinde olan dinamik bir alt sistem olarak ele alınmıştır. Fiziksel sermaye ile entelektüel sermaye bileşimine katma değer kavramı ilave edilerek, insan kaynaklarına yönelik harcamalar dikkate alınmıştır. [42] Bu yöntem, işletmenin sahip olduğu maddi ve maddi olmayan varlıkların değer yaratma etkinliğini ölçmede kullanılan analitik bir yöntemdir. Katma değer katsayısı üç bileşen olarak kullanılan sermaye etkinliği, insan sermayesi etkinliği, yapısal sermaye etkinliğinin toplamından oluşur. [43]

f- Entelektüel Sermaye Endeksi; Göran ve Roos tarafından Skandia Kılavuzu temel alınarak oluşturulmuştur. Entelektüel sermayeyi insan sermayesi, örgütsel sermaye ve müşteri sermayesi olarak değerlendiren yöntem, entelektüel sermayeye ilişkin farklı bireysel göstergeleri tek bir endeks altında toplamıştır. Aynı zamanda entelektüel sermayedeki değişimleri piyasadaki değişimlerle karşılaştırarak, aralarında ilişki tespit etmeyi amaçlamıştır. [44] Model entelektüel sermayeyi dört temel endeks; müşteri ilişkileri sermayesi endeksi, alt yapı sermayesi endeksi, insan sermayesi endeksi, yenilik sermayesi endeksi kapsamında ele alarak ölçmektedir. Bu dört endekse göre yapılan ölçümler sonucunda ortaya çıkan toplam değer, işletmenin entelektüel sermaye değerini verir. [45]

g- Entelektüel Sermaye-Performans Modeli, Bontis tarafından entelektüel sermayenin işletme performansına etkisinin incelendiği bu modelde; insan sermayesi, örgütsel sermaye, müşteri sermayesi ve örgütsel performans değişkenleri kullanılmıştır. Bu entelektüel sermaye unsurlarının işletme performansı üzerinde etkili olduğu varsayımına dayanmaktadır. [46]

h- İnsan Kaynakları Muhasebesi; entelektüel sermayenin üç unsurundan biri olan insan sermayesini kapsayan bir yöntemdir. İnsan kaynaklarının, işletmeye ne kadar değer kattığını hesaplamaya çalışır. [47]

ı- Maddi Olmayan Varlıklar Göstergesi; Sveiby tarafından geliştirilen bu yöntemde entelektüel sermaye kavramı yerine maddi olmayan varlıklar kavramı kullanılmıştır. Maddi olmayan duran varlıkları dışsal yapı, içsel yapı ve bireysel yeterlikler olmak üzere üç boyutta incelemiştir. Bu üç bileşen; büyüme ve yenileme, etkinlik ve istikrar göstergeleri bazında ölçülmektedir. [48]

j- MERITUM Projesi; Avrupa Birliğinin entelektüel sermaye ile ilgili bir konsensus projesidir. Bu projenin genel amacı, entelektüel sermayenin ölçülmesi ve raporlanması ile ilgili rehber ilkeler oluşturmaktır. İnsan sermayesi, yapısal sermaye ve ilişkisel sermaye olarak üç sınıfta toplanan görünmeyen varlıklar aynı zamanda görünmeyen kaynaklar ve görünmeyen faaliyetler olarak static veya dinamik olmalarına göre ayrıma tabi tutulmuşlardır. [49]

k-Skandia Kılavuzu; İsveç merkezli bir firma olan Skandia entelektüel sermaye ölçme modelini beş alana odaklamıştır. Bunlar; finansal, müşteri, süreç, yenileme ve geliştirme ve insandır. İnsan sermayesi ve yapısal sermayenin gizli kalmış yanları bir araya getirilerek entelektüel sermaye ortaya çıkarılmış olur. [50]

l- Teknoloji Simsarı Metodu; Annie Brooking tarafından entelektüel sermayenin parasal değerini hesaplamak için geliştirilen ve stratejik planlamaya yardımcı olmak için geliştirilen

bir modeldir.[51] Entelektüel sermayenin dört unsurunun; piyasa varlığı, insan odaklı varlık, entelektüel varlık ve alt yapı sistemi varlığından oluştuğu belirtmektedir. Entelektüel sermayenin ölçülmesi için üç ölçü modeli sunmuş, entelektüel sermaye değerinin entelektüel sermaye hesap bilançosu kontrolüne göre hesaplanmasını önermiştir. [52]

4. Entelektüel Sermayenin Raporlanması

Entelektüel sermayenin ölçülmesinden sonra diğer bir önemli konu da raporlanmasıdır. Entelektüel sermayenin raporlanması işletme ilgililerinin işletme hakkında bilgi sahibi olabilmesi için çok gerekli bir unsurdur.

Entelektüel sermaye ve entelektüel varlığın finansal tablolarda raporlanmasına ilişkin birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalardan birinde, entelektüel sermayenin finansal tablolarda raporlanmasına ilişkin Artış, Devrim, ve Melez olarak üç yaklaşım belirtilmiştir. Artış yaklaşımında, piyasa değeri ile ilişkilendirilen finansal olmayan değerler geleneksel finansal hesaplar ile beraber yayınlanır. Devrim yaklaşımında ise düzenlenen bilançoların temelinde entelektüel sermayenin ölçülmesi ve bu ölçümün insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi gibi benzer adlar şeklinde raporlanması yatmaktadır. Melez yaklaşımında ise; piyasada değeri tam olarak belirlenenlere bilançoda yer verilirken, bunların dışında kalanlar içsel değerlendirmeye tabi tutularak bilançodan ayıklanır. [53]

Geleneksel muhasebe sisteminde; entelektüel sermaye kavramı ile ilgili olarak yapılan yatırımların varlık olarak kaydedilerek raporlanmasına izin verilmeyerek, dönem gideri olarak muhasebeleştirilmektedir. Entelektüel varlık olarak tanınan sadece telif hakları ve patentler gibi maddi olmayan duran varlıklardır ve onlar da ancak satın alındığında aktifleştirilmektedir. Çalışanlar için yapılan eğitim harcamaları ise gelir tablosunda dönem gideri olarak gösterilmektedir. Bunun anlamı entelektüel varlıkların büyük çoğunluğu bilançoda yerini almazken, gelir tablosunda gider olarak görülmektedir. [54] Sistemin muhasebe ilkeleri, bilgi ekonomisi içerisinde faaliyette bulunan işletmelerin kurumsal başarısını, know-how, marka, patent, müşteri sadakati gibi dinamiklerini dikkate almamaktadır. [55]

Entelektüel sermayenin raporlanması Türkiye Finansal Raporlama Standartları çerçevesinde incelendiğinde geleneksel raporlamaya benzer bir yaklaşım görülmektedir. TMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar standardında bir kalemin maddi olmayan varlık olarak kabul edilmesi için; işletmenin ilgili varlık üzerinde kontrolünün olması, işletmeden ayrılabilir olması, gelecekte bu varlık ile ilgili bir ekonomik fayda beklentisinin bulunması ve varlığın maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülmesi gerekmektedir. [56]

TMS 38 kapsamında entelektüel sermayenin üç unsurunu oluşturan insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi açısından bir değerlendirme yapıldığında, insan sermayesini geliştirmek için her türlü eğitim harcamaları ve personele ödenen ücretler, yapısal sermaye ile ilgili yapılan kuruluş giderleri ve yeniden yapılandırma giderleri, müşteri sermayesi ile ilgili reklam ve promosyon giderleri ve işletme içerisinde üretilen şerefiyeler varlık olarak değerlendirilmemektedir. [57] Türkiye Finansal Raporlama Standartları da geleneksel muhasebe sistemi gibi entelektüel

varlıkların tanımlanması ve değerlendirilmesi konularında ihtiyatlı yaklaşımı benimsemiştir. Bu durum işletmelerin gerçek değerini değiştirmekten ziyade raporlama değerini değiştirmekte; entelektüel sermayenin finansal tablolarda raporlanmasına izin vermemektedir. [58]

İşletmenin paydaşlarının bilgi ihtiyacının doğru ve tam olarak karşılanabilmesi için, işletme bir bütün olarak değerlendirilmelidir. Bu değerlendirmeyi yaparken de hem maddi varlık hem de entelektüel sermayenin bilançolarda gerçek değeri ile raporlanması gerekmektedir. Bunun için işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayenin bilançolarda sunulması; işletmenin gerçek değerinin belirlenmesi ve işletme hakkında karar alan finansal bilgi kullanıcılarının kararlarının doğruluğu açısından kaçınılmaz bir durumdur. [59]

5. Firma Değerleme

Firmaların asıl amacı, firma değerini maksimum yapmaktır. Bu amacı gerçekleştirebilen firmalar, çalışanlarına daha yüksek ücret ödeyerek daha garantili bir iş imkânı sağlayabilmekte, devlet daha fazla vergi alabilmekte, finans kurumları alacaklarını daha düzenli olarak tahsil edebilmekte, ortaklar gerek temettü gerekse sermaye kazancı şeklinde daha fazla getiri sağlayabilmektedir. [60] Tarihi süreçte değer kavramı, farklı toplumlarda ve kültürlerde değişik anlamlar ifade etmiştir.

Değer, bazı dönemlerde buğdayla, bazı dönemlerde altınla, günümüzde ise para ile ifade edilmektedir. Diğer yandan literatürde değer kavramının birçok tanımı bulunmaktadır. Değer kavramı homojen bir kavram olduğundan tanımlaması oldukça güçtür ve zamanla değişebilen birçok faktöre bağlıdır. Ayrıca firmaların faaliyetlerinden kaynaklanan değeri, finansal olarak yatırılan sermayenin getirisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aştığı zaman ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle firma değerlemesinde, değer yaratan unsurlar açıkça ortaya konmalıdır. [61]

Değerlemenin tam bir tanımını yapabilmek için değerlemenin hangi amaçla yapıldığını belirlemek ve ona göre bir tanım yapmak gerekmektedir. İşletme ekonomisi yönünden değerlendirme, miktarlarla gösterilen varlıkların para birimi olarak ifade edilmesi olarak tanımlanabilir. Muhasebe yönünden değerlendirme, bir işletmenin sahip olduğu aktif ve pasif kalemlerin ve diğer iktisadi kıymetlerin belirli bir tarihteki değerini para ile ifade etmektir. Vergi kanunları yönünden değerlendirme, iktisadi varlıkların vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanlarda sahip oldukları değerler esas alınarak iktisadi kıymetlerin takdir ve tespitidir. [62]

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci, değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme; iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir şirketin bina, arsa, makine, teçhizat, mal stoku şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. [63] Bu tanıma rağmen değerlendirme kavramı finans literatüründe tek bir standart formül ya da tanıma sahip değildir. Bunun nedeni değerlemenin özünde yer alan subjektif boyuttur. Diğer taraftan finans literatüründe hisse senedi ve şirket değerlemeye ilişkin en çok kabul göre tanım “Bir finansal varlığın değeri, söz konusu varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle bulunan değerdir.” şeklindedir. Başka bir ifadeyle hisse senedi değerlemesinde, hisse senedinin sağlayacağı net nakit akımı ile taşıdığı risk esas

değişkenler olarak alınmakta, hisse senedinin değerinin bu değişkenlerden büyük ölçüde etkileneceği kabul edilmektedir. [64]

Değerlemede geçmiş değil gelecek önemlidir. Her varlık değerlendirilebilir niteliktedir. Ancak, bazı varlıkları değerlemek daha kolaydır ve değerlemeye ilişkin detaylar duruma göre değişebilmektedir. Bunun yanında değerlemede bir belirsizlik söz konusudur ve bu belirsizlik genellikle değerlendirilen varlıktan kaynaklanmaktadır. Değerlemeye ilişkin iki varsayım söz konusudur. Bunlardan ilki piyasanın etkin olmadığı, piyasanın değerinin hesaplanmasında yanlışlar yaptığı ve bu etkisizliğin düzeltileceği varsayımdır. İkinci varsayım ise etkin bir piyasada, piyasa fiyatının değer en iyi tahmini olduğu ve değerlendirme modelinin amacının bu değer haklılığını ve doğruluğunu ortaya koymak olduğudur. [65]

Firma değerlendirme süreci, yatırım analistinin izlemesi gereken aşağıdaki beş aşamadan oluşmaktadır: [66]

1. Aşama: *Firma yapısı iyi bir şekilde anlaşılır.* Bu aşamada, işletmenin içinde bulunduğu sektörün özellikleri, firmanın rekabetçi konumu ve firma stratejileri kapsamlı bir şekilde değerlendirilir. Analistler bu aşamada elde edilen bilgiyi finansal tablolar analiziyle birlikte ileriye dönük performans tahmininde kullanırlar.

2. Aşama: *Firmanın gelecekteki performansı tahmin edilir.* Bu aşamada; firmanın satışlarına, kazançlarına ve finansal durumuna ilişkin 5-10 yıllık bir dönem için tahminler yapılır. Elde edilen tahmini veriler firma değerinin hesaplanmasında doğrudan yer alan verilerdir.

3. Aşama: *Uygun değerlendirme modeli seçilir.* Bu aşamada, firma değerlendirme yöntemlerinden en uygun olanı seçilir. Uygulamada genellikle birden fazla değerlendirme yöntemine göre firma değerlemesi yapılmakta, daha sonra bulunan firma değerlerinin ağırlıklı ortalaması hesaplanmaktadır.

4. Aşama: *Tahminler, bir değerlemeye dönüştürülür.* Bu aşamada, geleceğe yönelik olarak yapılan tahminler, seçilen uygun değerlendirme yöntemi aracılığı ile firma değerine dönüştürülür ve firma değeri bu aşamada hesaplanır.

5. Aşama: *Yatırım ya da yatırım tavsiyesi kararı alınır.* Bu aşamada, temel verilerde herhangi bir sıra dışı durum olmadığı sürece yatırım analisti ilgili firma için hesapladığı gerçek değer ile piyasa değerini karşılaştırmakta ve firmanın primli ya da iskontolu işlem gördüğünü ortaya koymaktadır.

5.1. Firma Değerlemenin Nedenleri

Firma değerlemenin temel amacı, firmanın makul piyasa değerinin tespit edilmesidir. Makul piyasa değeri, ilgili varlığın değeri konusunda tam bir bilgiye sahip, alıcı ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım ya da satım değeridir. Hisse senedi değerlemesinin pratik amacı ise hisse senetlerine yatırım yapacak olan kimselere piyasada cazip olan hisse senetlerinin seçiminde yardımcı olmaktır.

Firma değerlemeye olan gereksinim genel olarak portföy yönetiminde, firma satın alma, devralma ve birleşmelerinde, firmaların ilk defa halka arzında, tasfiye, iflas veya özelleştirme

süreçlerinde, şirket içi stratejik kararların alınması aşamasında, yabancı kaynak sağlanmasında ve miras hukukunda ortaya çıkabilmektedir. [67] Firma değerlendirme; şirket yöneticileri, finansal analistler, yatırım yöneticileri, kurumsal yönetim uzmanları, bireysel yatırımcılar, kredi verenler ve kamu otoriteleri tarafından yapılmaktadır. Firma değerlemesi en sık portföy yönetiminde yatırım analistleri tarafından kullanılmaktadır.

5.2. Firma Değerini Etkileyen Genel Faktörler

Firmanın değerini belirleyen çok sayıda faktör vardır. Bu faktörlerden bazıları firmaya özgü faktörler iken bazıları makro ölçekli sektörel, piyasa ile ilgili ya da genel ekonomik durumla ilgilidir. Bir firmanın değer yaratma yeteneği, genellikle firmanın içinde bulunduğu pazarın büyümesine, yeni ürün ve pazar fiyatlarına firmanın faaliyet gösterdiği sektörden ve ekonomik ortamın koşullarından etkilenme derecesine, karlılık bileşenlerine, teknolojiye, marka ve yönetimin yetkinliğine bağlıdır. Bir firmanın değerini etkileyen genel faktörlerden bazıları aşağıdaki gibi sıralanabilir: [68]

- Genel ekonomik durum.
- Firmanın içinde bulunduğu sektörün durumu, büyüklüğü ve büyüme hızı.
- Firmanın sermaye yapısı, varlık yapısı ve likidite durumu.
- Firmanın gelecekte yaratacağı kar potansiyeli.
- Firmanın kar payı dağıtma kapasitesi ve kar payı dağıtma politikası.
- Gelecekte yapılması planlanan yatırımlar, bu yatırımların ekonomik ömrü ve yatırımlardan sağlanması beklenen nakit akışları.
- Firmanın kullandığı teknoloji, makine ve tesisatın durumu ve araştırma geliştirme faaliyetleri.
- Firmanın şerefîyesi.
- Firmanın ürün ya da hizmetlerinin pazarlanma gücü.

6. Firma Değerlemesi ve Entelektüel Sermaye İlişkisi

Geçmişin entelektüel birikimi olan bilginin, işletmecilik anlayışında sahip olunan sermayenin önemli bir unsuru haline gelmesi, işletmelerde entelektüel olarak ifade edilen maddi olmayan varlıklara sahip olma, onları kullanma ve yönetme gibi hususları gündeme getirmiştir. Çünkü bir firmanın değeri sadece maddi duran varlıkların değerinden oluşmaz. Maddi duran varlıklar yanında, maddi olmayan duran varlıkların da firma değerlemesinde değer yaratıcı unsurlar arasındadır. Bu nedenle bir firmanın değeri genellikle fiziksel varlıkların değerinden daha büyük olmakta olup, bu durum defter değeri ile piyasa değerinin farklılaşması ile açıklanmaktadır. [69]

Diğer yandan bilgi çağı, işletmeleri maddi varlıklardan ziyade, maddi olmayan varlıklara sahip olmaya yönelmektedir. Bu yönelme; üretim faktörleri içerisinde bilginin önemli hale gelmesi gibi hususların ortaya çıkması neticesinde oluşmuştur. İşletmelerin maddi olmayan

varlıklarını artırmaları yönündeki çalışmaları entelektüel sermaye olgusunu hızlı bir şekilde geliştirmiştir. [70]

Günümüzde özellikle muhasebe açısından bakıldığında; markalar, ürünler, rekabetçi avantaj, patentler, ticari markalar, müşteri ilişkileri ve insan sermayesi gibi bilgi ürünü olan entelektüel sermaye unsurları, işletme mali tablolarına tam anlamıyla yansıtılmamaktadır. Bu durum, mali tabloları entelektüel sermaye kavramını açıklamada yetersiz ve başarısız kılmaktadır. Bilgi ekonomisi olarak adlandırılan yeni ekonomide ise yeniliklerin yaratılması, gelir ve karların yükselmesi ve rekabetçi avantajlar yaratılmasında bilgi, fiziksel varlıklara oranla firmaya daha fazla katkı sağlamaktadır. [71]

Bilgi ekonomisi kavramının ön plana çıktığı günümüzde firmalar meydana gelen bu değişim karşısında etkin rol oynamaya başlamışlardır. Sahip oldukları bilgi altyapısı sayesinde piyasa değerlerini dolayısıyla firmalarının değerlerini etkiler duruma gelmişlerdir. [72] Entelektüel sermaye, karlarını yenilik ve bilgiye dayalı hizmetlerden elde eden firmaların öneminin artmasını ve bu firmaların ilgi odağı olmasını sağlayan bir kavramdır. Bilgi firmaları olarak adlandırılan bu firmaların piyasa değerleri bilançolarında belirtilen defter değerlerinden çok daha fazladır. Microsoft gibi firmaların gerçek değeri maddi varlıklarından daha çok sahip olduğu entelektüel varlıklar ve bu varlıkların gelire dönüştürülebilme yeteneğinden elde edilmektedir. Bu tarz bilgiye dayalı firmaların piyasa değeri, entelektüel sermaye ve bunun unsurlarının etkin bir şekilde dengelenmesiyle oluşmaktadır. [73] Buna göre entelektüel sermayenin önemini en çarpıcı şekilde ortaya koyan durum, Microsoft gibi bilgi ve teknoloji ağırlıklı bir firmanın cirosu 17-18 milyar dolar iken piyasa değerinin 350-500 milyar doları bulmasıdır.

Öte yandan 180 milyar dolarlık cirosu olan General Motors'un ise piyasa değeri 100 milyar dolar civarındadır. Bu iki firma arasındaki fark ise tamamıyla Microsoft'un sahip olduğu bilgisinin, entelektüel sermayesinin sonucu olmasıdır. Dünyada özellikle gelişmiş ülkelerde firmaların sahip olduğu entelektüel sermaye unsurları, firmanın piyasa değerinin defter değerinin çok daha üzerinde bir değere çıkmasını sağlamaktadır. Bunun en iyi örneğini Microsoft, Intel, Dell gibi bilişim şirketleri göstermektedir. Bu şirketler ABD gibi hem gelişmiş bir piyasaya sahip hem de bilgi ekonomisinin son derece önem kazandığı bir ülkede faaliyet göstermekte olup, ABD; entelektüel sermayenin firma piyasa değeri üzerine etkisinin en net olarak görülebildiği ülkelerin başında gelmektedir. Örneğin Dell şirketinin 2001 yılı için piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile ulaşılan PD/DD oranı 14,4 iken, General Motors gibi bir sanayi devinin PD/DD oranı 2,4'lerde kalmıştır. [74]

Günümüzün rekabetçi ortamında, her firmanın sahip olduğu entelektüel mülkiyet firmanın piyasa değerinin oluşumunda önemli bir faktör olarak görülmektedir. Amerika'nın en iyi üniversitelerinden Harvard ve Stanford üniversiteleri, ortak girişimler, teknoloji lisansları ve özel sektör yatırımcılarıyla yapılan işbirliği sonucunda oluşturulan teknolojiye dayalı entelektüel mülkiyet varlıkları ile elde edilen büyük miktardaki gelirleri yönetmektedir. Aynı şekilde IBM ve Siemens gibi iyi yönetilen firmaların stratejik entelektüel mülkiyet yönetimi de bu firmaların hissedar değerinin ve piyasa hisselerinin yükselmesine yardımcı olmaktadır. Entelektüel mülkiyet doğru yönetildiği takdirde, gelirlerin yükselmesi ve maliyetlerin düşmesi aracılığıyla hissedar

değerine katkıda bulunmaktadır. Bilgi ve teknolojiye dayalı bir ekonomide, firmaların piyasa değerinin yükselmesi doğrudan maddi olmayan varlıklarının artmasına bağlı olmaktadır. [75]

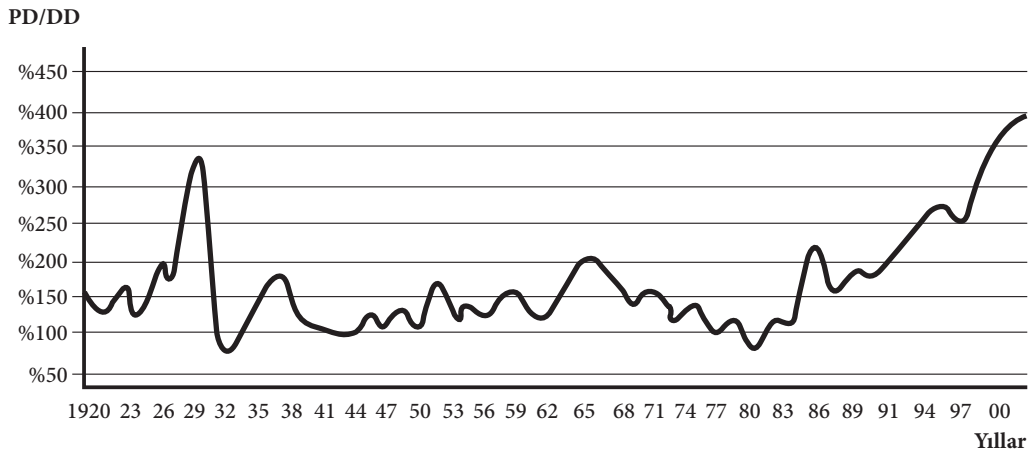
7. Firma Değerlemede Entelektüel Sermayenin Yeri ve Önemi

Çağdaş işletmecilikte temel amaç, kar maksimizasyonundan hissedarların piyasa değerinin maksimizasyonuna dönmüş durumdadır. Bu durumda daha çok kar eden ya da daha çok satış hasılatı elde eden işletmeler değil, piyasa fiyatını en yükseğe çıkaran işletmeler amaçlarına ulaşmış olacaktır. Bilginin artan ağırlığı geleneksel değerlendirme yaklaşımlarının geçerliliğini zayıflatmış, işletmenin değerinde maddi varlıkların ağırlığı bu süreçte azalırken, maddi olmayan varlıkların ağırlığı önemli ölçüde artmıştır. Bu durumda geleneksel mali tablolara ve maddi varlıklara dayalı olarak yapılan değerlemenin geçerliliği azalmıştır. [76]

Bir işletmenin piyasa değerinde maddi olmayan varlıkların ağırlığının en basit ve temel göstergesi piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark; bir başka deyişle PD/DD değeri oranıdır. Aşağıdaki tablo Dow Jones Industrial Index için 1920-2000 arasında gerçekleşen piyasa değeri/defter değeri oranlarını göstermektedir.

New York borsasında ortalama PD/DD oranı son yıllarda en yüksek seviyelerine çıkmış durumdadır. Yeni ekonomik ortamda işletmeler piyasada, defter değerinin çok üzerinde değerlendirilmektedir. Yukarıdaki şekilde defter değeri % 100 oranı ile gösterilmiştir. Eğri ise defter değerinin yüzdesi olarak gösterilen piyasa değerini ifade etmektedir. PD/DD eğrisi ile defter değerini gösteren % 100 çizgisi arasında oluşan bölge, endeksteki işletmelerin maddi olmayan varlıklarını göstermektedir.

Şekil 1. 1920-2000 Arasında Dow Jones Endeksinde Oluşan Ortalama PD/DD Oranları



Kaynak: Value Line Publishing

Tablo 1. Wall Street Analistlerinin En Çok Değerlendirdiği Göstergeler

Yönetimin Kalitesi	Pazar Konumunun Güçlülüğü
İşletme Stratejisinin Uygulanma 1	Yenilikçilik 4
İşletme Stratejisinin Kalitesi 3	Pazar Payı 6
Yönetimin Ustalığı 7	Marka İmajı 13
Örgütsel Vizyonun Kalitesi 16	Pazarlama ve Reklam Etkinliği 21
Genel Müdürün (CEO) Liderlik Tarzı 24	Global İş Yeteneği 22
İş Faaliyetleri Karşılama Planı Verimliliği	İşletme Kültürünün Güçlülüğü
Hissedar Beklentilerinin Karşılama Oranı . 8	Yetenekli İnsanları Çekme ve İşletmede Tutma Yeteneği 5
Performans Tabanlı Karşılama Politikaları . . 12	İşgücünün Kalitesi 18
	Teşvik Edici Perform.Sistemlerinin Kalitesi 23
	İşgören Eğitiminin Kalitesi 28
	İşgören Devir Hızı Oranları 30
	İşgören Takımlarının Kullanımı 37
Yatırımcı İlişkilerinin Kalitesi	Yeni Ürün Geliştirme Yeteneği
Yönetimin Kredibilitesi 2	Araştırma Liderliği 9
Yönetime Erişebilirlik 25	Yeni Ürün Geliştirme Verimliliği 14
Rehberlik Kalitesi 29	Yeni Ürün Geliştirme İçin Harcanan Zaman 17
Yatırımcı İlişkilerinin Bilgi ve Uzmanlık der . . 31	Yeni Ürünlerden Elde Edilen Gelirin Oran 20
Yayın Kalitesi 34	
Müşteri Tatmini Düzeyi	Mal ve Hizmetlerin Kalitesi
Müşteri Tatmini Düzeyi 11	Temel İşletme Süreçlerinin Kalitesi 10
Tekrarlayan Satışların Düzeyi 19	Müşteri Algılama Kalitesi 15
Müşteri Şikayetleri Sayısı 32	Ürün Kusur Oranı 25
Müşteri Hizmetleri Bölümünün Kalitesi 33	Ürün Dayanıklılığı 27
	Kalite Ödülleri 35
	Süreç Kalitesi Ödülleri 36

Kaynak: Demir, Ö, 2014, s.79

Yukarıdaki tablodan da görüleceği gibi Wall Street'te firmaları değerlemek için analistler tarafından kullanılan ölçüler entelektüel sermaye unsurları ile büyük benzerlik göstermektedir. Firmaların performansını etkileyen ve onları değerlerken kullanılacak göstergeler değişmekte ve bu değişim firmaların en profesyonelce değerlendirildiği hisse senedi borsalarındaki değerlendirme kriterleri üzerinde de etkisini göstermektedir.

Firmanın sahip olduğu entelektüel varlıklar, yatırımcılar ve analistler tarafından araştırılıp tespit edilebileceği gibi firmanın kendisi tarafından da entelektüel sermaye ölçümü ve raporlaması yapılarak ortaya konulabilir. Bu durumda firmanın piyasa değeri defter değerinin üzerine çıkar. Bu nedenle işletmenin gerçek piyasa değerinin belirlenmesi için geleneksel mali tablolarla yapılan değerlendirme ve finansal analiz yetersiz kalmakta ve entelektüel sermaye analizi de zorunluluk arz etmektedir.

Yıllık mali tablolarına destekleyici olarak bir entelektüel sermaye raporu ekleyen ilk işletme olan Skandia'nın hisse senedi fiyatı, bu raporu izleyen yılda yaklaşık % 40 oranında yükselmiştir. İşletme-nin entelektüel sermaye yöneticisi Leif Edvinsson, bu artışın %25'inin entelektüel sermaye raporu ile ilişkili olduğunu düşündüklerini belirtmektedir. [77]

8. Sonuç

Bilgi toplumunun gelişmesi entelektüel sermaye kavramının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Böylece günümüzde entelektüel sermaye firma değerini etkileyen önemli bir faktör olmaktadır. Entelektüel sermayenin geleneksel işletmecilik anlayışında yarattığı değişimin en belirgin örneğini çeşitli amaçlar için gerçekleştirilen firma değerlemesi oluşturmaktadır. Bilginin bir değer olduğunu fark eden ve bu bilgiyi verimli kullanan firmalar rekabetin yoğun olduğu günümüzde ayakta kalabilmekte ve rakipleri karşısında rekabetçi bir avantaj sağlamaktadırlar. Bilgiyi kullanan firmalarda piyasa değeri ve defter değeri arasındaki farkın büyümesi nedeniyle, firmaların piyasa değerine etki eden faktörler önemli olmaya başlamıştır. Firmaların değerlerinin artmasındaki temel faktör firma çalışanları, ilişkileri ve süreçlerinden meydana gelen bilgi alt yapısına dayalı olan entelektüel sermayedir.

Yararlanılan Kaynaklar

- [1] Rudez, H.N. & Mihilac, T. (2007) IntellectualCapital in the Hotel Industry: A Case Study from Slovenia, *Hospitality Management*, 26, 188-199.
- [2] Seyidođlu, H. (1992). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*. Ankara: Gizem Yayınları.
- [3] Çağan, K. (2005). *Entelektüel ve İktidar*. İstanbul: Öncü Basımevi.
- [4] Sürmen, Y. (2000). *Muhasebe-1*. Trabzon: Akademi Yayınları.
- [5] Yazıcı, K. (2001). *İşletme Bilimine Giriş*. Trabzon: Akademi Yayınları.
- [6] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- [7] Karacan, S. (2004). Entelektüel Sermaye ve Yönetimi. *İSMMM Mali Çözüm Dergisi*, 69, 177-199.
- [8] Pena, I. (2002). IntellectualCapital and Business Start-up Success. *Journal of IntellectualCapital*, 3(2), 180-198.
- [9] Nerdrum, L. & Erikson, T. (2001). IntellectualCapital: A Human Capital Perspective. *Journal of IntellectualCapital*, 2(2), 127-135.
- [10] Stewart, T.A. & Kirsch, S.L. (1991). Brainpower. *Fortune*, 123(11), 44-50.
- [11] Stewart, T.A. (1997). *Entelektüel Sermaye, Örgütlerin Yeni Zenginliği*. (Çev.: Nurettin Elhüseyni) İstanbul: Mess Yayınları.
- [12] Garavan, T.N., Morley, M., Gunnigle, P. ve Collins, E. (2001). Human Capital Accumulation: The Role of Human Resource Development. *Journal of European Industrial Training*, 25(2), 48-68.
- [13] Brooking, A. (1996). *IntellectualCapital*. İngiltere: Thomson Press.
- [14] Sullivan, P.H. (1999). Profiting From IntellectualCapital. *Journal of Knowledge Management*, 3(2), 132-143.
- [15] Drucker, P.F. (1995). The Information Executives Truly Need. *Harvard Business Review*, January, 59-60.
- [16] Sveiby, K.E. (2001). A Knowledge-based Theory of The Firm to Guide in Strategy Formulation. *Journal of IntellectualCapital*, 2(4), 344-358.
- [17] Ergun, E. & Yılmaz, O. (2013). Entelektüel Sermayenin, Rekabet ve Yenilikçilik ile İlişkisine Literatür Açısından Genel Bir Bakış. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, VIII(1), 129-134.
- [18] Uzay, Ş. & Savaş, O. (2003). Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırmalı Bir Uygulama Örneği. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 20, 163-181.
- [19] Ünal, O. (2010). Entelektüel Sermayenin Raporlanması ve UMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardı Kapsamında Değerlendirilmesi. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 2, 20-39.
- [20] Ercan, M.K., Öztürk, M.B. & Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- [21] Giuliani, M. & Marasca, S. (2000). Construction and Valuation of IntellectualCapital : A Case Study, *Journal of IntellectualCapital*, 12(3), 377-391.
- [22] Bontis, N. (2001). Assessing Knowledge Assets: A Review of The Models Used To Measure IntellectualCapital. *International Journal of Management Reviews*, 3(1), 41-60.
- [23] Şamilođlu, F. (2002) *Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- [24] Çetin, A. (2005). Entelektüel Sermaye Ve Ölçülmesi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 359-378.
- [25] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- [26] Karacan, S. (2004). Entelektüel Sermaye ve Yönetimi. *İSMMM Mali Çözüm Dergisi*, 69, 177-199.
- [27] Erkanlı, H. & Karsu, S. (2012). Değer Zincirinde Entelektüel Sermaye. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(2), 216-237.
- [28] Toraman, C, Abdiođlu, H, İşgüden, B. (2009). İşletmelerde İnovasyon Sürecinde Entelektüel Sermaye ve Yönetim Muhasebesi Kapsamında Değerlendirilmesi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(1), 91-120
- [29] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

- [30] Ünal, O. (2010). Entelektüel Sermayenin Raporlanması ve UMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardı Kapsamında Değerlendirilmesi. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, 2, 20-39.
- [31] Aşıkoğlu, R., Kurt, M., ve Özcan, K. (2008) *Entelektüel Sermaye Teori, Uygulama ve Yeni Perspektifler*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- [32] Çıkrıkçı, M. & Daştan, A. (2002). Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması. *Bankacılar Dergisi*, 43, 18-32.
- [33] Türk, M. & Demirgüneş, K. (2010). *Entelektüel Sermaye*. Niğde: Nobel Kitabevi.
- [34] Gosh, D. & Wu, A. (2007). Intellectual Capital and Capital Markets: Additional Evidence. *Journal of Intellectual Capital*, 8(2), 216-235.
- [35] Canbaş, S., Doğanlı, H. & Düzakın, H. (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Dergisi*, 13(2), 57-74.
- [36] Stewart, T.A. (1997). *Entelektüel Sermaye, Örgütlerin Yeni Zenginliği*. (Çev.: Nurettin Elhüseyni) İstanbul: Mess Yayınları.
- [37] Yereli, A.N. & Gerşil, G. (2005). Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri. *Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 12(2), 17-29.
- [38] Bontis, N. (2001). Assessing Knowledge Assets: A Review of The Models Used To Measure Intellectual Capital. *International Journal of Management Reviews*, 3(1), 41-60.
- [39] Yılmaz, Y. (2006). Entelektüel Sermaye Yönetiminde Yeni Bir Sistem: Bilgi Bilançosu. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 21(1), 511-526.
- [40] Erkal, E.Z. (2006). *Entelektüel Sermaye, Ölçülmesi ve Raporlanması*. İstanbul: Derin Yayınları.
- [41] Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Demirgüneş, K., Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, s.135-136
- [42] Türk, Z. & Bengü, H. (2010). *Entelektüel Sermaye Ölçümü, Muhasebesi, Raporlanması ve Yönetimi*. Niğde: Nobel Kitabevi.
- [43] Kayalı, C.A., Yereli, A.N. & Ada, Ş. (2007). Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma. *Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 14(1), 67-90.
- [44] Bontis, N. (2001). Assessing Knowledge Assets: A Review of The Models Used To Measure Intellectual Capital. *International Journal of Management Reviews*, 3(1), 41-60.
- [45] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- [46] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- [47] Çetin, A. (2005). Entelektüel Sermaye ve Ölçülmesi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 359-378.
- [48] Hobikoğlu, E. (2011). Entelektüel Sermaye'nin Önemi, Sınıflandırılması ve Ölçme Yöntemleri : Kuramsal Bir Çerçeve. İstanbul Üniversitesi Meslek Yüksekokulu Sosyal Bilimler Dergisi, 1, 86-99.
- [49] Yıldız, S. (2010). *Entelektüel Sermaye*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- [50] Bontis, N. (2001). Assessing Knowledge Assets: A Review of The Models Used To Measure Intellectual Capital. *International Journal of Management Reviews*, 3(1), 41-60.
- [51] Aslanoğlu, S. & Zor, İ. (2006). Bilgi Varlıklarının Değerlemesi: Entelektüel Sermaye Ölçüm ve Değerleme Modelleri; Karşılaştırmalı Bir Analiz. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 29, 152-165.
- [52] Çetin, A. (2005). Entelektüel Sermaye ve Ölçülmesi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 359-378.
- [53] Sipahi, B. (2004). Entelektüel Sermayenin Finansal Tablolarda Raporlanmasına İlişkin Yaklaşımlar. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 24, 146-149.
- [54] Kıymetli Şen, İ. (2012). Entelektüel Sermayenin Raporlanması: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme. İSMMMO 1. Uluslararası Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Raporlanması Sempozyumu, 30 Haziran-1 Temmuz.
- [55] Alagöz A. & Özpeynirci, R. (2007). Bilgi Toplumunda Entelektüel Varlıklar ve Raporlanması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(11), 167-184.

- [56] Türkiye Muhasebe Standartları 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar, Madde 12,13, 17, 21.
- [57] Erkuş, H. (2004). Geleneksel Raporlama Yöntemlerinin Yeni Ekonomi Karşısındaki Durumunun İrdelenmesi ve Entelektüel Sermayenin Raporlanması. Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 9(2), 303-324.
- [58] Ünal, O. (2010). Entelektüel Sermayenin Raporlanması ve UMS 38 Maddi Olmayan Duran Varlıklar Standardı Kapsamında Değerlendirilmesi. Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, 2, 20-39.
- [59] Çıkrıkçı, M. & Daştan, A. (2002). Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması. Bankacılar Dergisi, 43, 18-32.
- [60] Ercan M. K. & Üreten A. (2000), Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2.
- [61] Zor, İ. & Cengiz, S. (2013). Entelektüel Sermaye ile Firma Değeri Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma, Çankırı Karatekin Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, s. 37-56.
- [62] Ataman, Ü (1974). Hisse Senetlerinin Değerlemesi, Doktora Tezi, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Matbaası, 17.
- [63] Chambers, N. (2005). Firma Değerlemesi, Birinci Basım, İstanbul Avcıol Basım Yayın, 6.
- [64] Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim 7. Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 845.
- [65] Tefik, T. A., (2005). Hisse Senedi Değerlemesi, İstanbul, Literatür Yayınları, 4.
- [66] Sipahi, B. & Yanık, S. & Aytürk Y. (2011). Şirket Değerleme Yaklaşımları, İstanbul, Nobel Yayın Dağıtım, 7.
- [67] Sağmanlı, M. (2001). Şirket Değerleme Teori ve Pratik Uygulama, 2. Baskı, İstanbul Tümay Matbaacılık, 8-9.
- [68] Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjoktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı, Uzmanlık Tezi, Yayın N: DPT:2478, 4.
- [69] Öztürk, M. B. ve Ünsal B. (2003). "Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi", Asomedy Dergisi, (Çevrimiçi) <http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/asomedy/nisan2003/dosyanisan2003.html> (Erişim: 08.06.2014)
- [70] Çıkrıkçı, M. ve Abdülkerim D., (2002). "Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması"; Bankacılar Dergisi, Sayı: 43, 18-32.
- [71] Kayalı, C.A. & Yereli, A.N. & Ada Ş. (2007). Entelektüel Katma Deger Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Degeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Arastırma, Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 14, Sayı 1, 68.
- [72] Çelikkol, H., Yıldız, F. (2003). "Piyasa Değerinin Olusumunda Entelektüel Sermayenin Sektörel Açidan Karşılaştırılması ve İMKB Uygulaması", Kocaeli Üniversitesi 2. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildirileri, 615.
- [73] Edvinsson, L., Sullivan, P.(1996). "Developing a Model for Managing Intellectual Capital", European Management Journal, Vol.14, No.4, 356.
- [74] Taner, B., Küçükbay, F., Demirhan, D. (2004). "Entelektüel Sermaye Kavramı ve Firma Piyasa Değeri Üzerine Etkisinin İncelenmesi: İMKB'de İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Uygulama", İstanbul Teknik Üniversitesi 8. Ulusal Finans Sempozyum Bildirileri, İstanbul, 27-28 Ekim, 254.
- [75] Kayalı, C.A. & Yereli, A.N. & Ada Ş. (2007). Entelektüel Katma Deger Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entelektüel Sermayenin Firma Degeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Arastırma, Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 14, Sayı 1, 70.
- [76] Demir, Ö. (2005). Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değerlerine Olan Etkisi, <http://web.firat.edu.tr/daum/docs/32/16%20ENTELEKT%C3%9CEL%20SERMAYE%20%C3%B6zcan%20demir--6%20syf--%C3%B6dendi--77-82.doc>, Erişim 10.06.2014.
- [77] Sullivan, Patrick H., "Reporting on Intellectual Capital", Profiting From Intellectual Capital, 299-304, USA: John Wiley & Sons, 1998, s.301



Ayşe PAMUKÇU (apamukcu@marmara.edu.tr)

Associate Professor Ayşe Pamukçu received her BA in Business Administration, MA in Accounting and Finance, and PhD in Accounting and Finance from Marmara University. She is currently a faculty member in the Faculty of Business Administration at Marmara University. She teaches courses on financial, corporate, tax accounting at both the under graduate and graduate levels. Her research interests include tax, audit, international financial accounting standards, firm valuation, auditing and fraud.



Ayça AKARÇAY ÖĞÜZ (aakarçay@marmara.edu.tr)

Assistant Professor Ayça Akarçay Ögüz received her BA in Economics, MA in Accounting and Finance, and PhD in Accounting and Finance from Marmara University. She is currently a faculty member in the Faculty of Business Administration at Marmara University. She teaches courses on financial, corporate, bank and public accounting at both the under graduate and graduate levels. Her research interests include provisions, international financial accounting standards, sustainability reporting, auditing and fraud.