



Marmara Sosyal Araştırmalar Dergisi

The Journal of Marmara Social Research

Sayı 13, Haziran 2018

ISSN 2146-6017

LİMİTED ŞİRKETTEN ORTAĞIN ÇIKMASI VE ÇIKARILMASINDA AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK DEĞERİNİN TESPİTİ VE BİR UYGULAMA*

İsa TEKİN**
M. Hanifi AYBOĞA***

ÖZET

Limited Şirketten ıkma ve çıkarılmada, ortağın Őirketle olan ortaklık ilişkisi sona erecektir. Bu nedenle ayrılan ortak Şirketteki esas sermayesi karşılığında Şirketten ayrılma akçesi talep edecektir. Ayrılma akçesinin ödenmesi için de Şirketin gerçek değeri tespit edilerek, ayrılan ortağın payına isabet eden tutarın belirlenmesi gerekecektir. Türk Ticaret Kanunu, ayrılma akçesinin değeri olarak ‘gerçek değeri’ kabul etmesine rağmen, gerçek değerin nasıl ve hangi yöntemlerle belirleneceği konusunda herhangi bir düzenleme yapmamıŐtır. Şirket varlıkları, krlılığı, faaliyet alanı gibi birçok unsur Şirket değerine etki ettiği için gerçek değerin belirlenmesinde her Şirkete uygulanabilecek, esasları önceden belirlenmiş değerleme yaklaşım ve yöntemleri mevcut değildir. Ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespiti için, değerleme zamanına en yakın finansal veriler dikkate alınarak, Şirket değerini en iyi Şekilde ortaya koyacak değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanılması, değerleme sonuçlarının da Şirketin mevcut durumunu en iyi yansıtacak Şekilde yorumlanması gerekmektedir. Yapılan uygulamada, limited Şirketten çıkan bir ortağın ayrılma akçesinin değerinin tespiti için vergi kanunlarına göre düzenlenen finansal tablolar esas alınmış ve Şirketin diğer finansal verilerinden hareketle, Türk Ticaret Kanunu’nun m. 78 ila 88’de yer alan değerleme hükümlerine uygun olarak, TTK m. 641’de yer alan bilanço (defter) değeri tespit edilmiştir. Şirketin gerçek değerinin belirlenmesi amacıyla da düzeltilen finansal verilerden hareketle, gelir ve pazar yaklaşımları kullanılarak gerçek değer tahmini yapılmaya çalıŐılmıŐtır. Şirket gerçek değerini dolayısıyla da ayrılma akçesinin gerçek değerini en iyi yansıtabilecek yöntemler arasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve pazar yaklaşımı kapsamında da borsadaki kılavuz emsaller yöntemi tercih edilmiştir.

Anahtar Szckler: Limited Şirket, Ayrılma Akesi, Gerek Değer

DETERMINATION OF THE FAIR VALUE IN LIMITED LIABILITY COMPANIES WHEN A PARTNER IS WITHDRAWN OR IS EXPELLED FROM THE PARTNERSHIP AND A PRACTICE

ABSTRACT

In the event of withdrawal and expulsion of partners from a limited liability company, legal relationship with the company will be ended. In such a case a leaving partner is entitled to a monetary settlement from the company that reflects the fair value of his/her shares in the partnership. In order to pay the fair value of the partner’s share in the partnership, it is necessary to determine the fair value of the whole partnership; so that the leaving partner’s share could be paid. Although the Turkish Commercial Code has accepted the ‘fair value’ concept to determine the value of the entity, it has not made any legal arrangements on how and which methods to be used to determine the fair value. Since many factors such as company assets, profitability and industry affect the company value, there are no predetermined valuation methods and methods which can be applied to each

* Bu makale “*Limited Şirketten Ortağın ıkması Ve ıkarılmasında Ayrılma Akesinin Gerek Değerinin Tespiti, neriler ve Bir Uygulama*” isimli doktora tezinden retilmiŐtir.

** Marmara Üniversitesi SBE, Muhasebe Finansman Blm Doktora ğrencisi, isatekin@yahoo.com.tr

***Prof. Dr., Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler MYO ğretim yesi, Dr. Tez DanıŐmanı hanifiayboga@gmail.com

company in determining the fair value. In order to determine the fair value of the financial settlement, it is necessary to use the valuation approaches and methods which will determine the company value in the best way by taking into consideration the nearest financial data and to expresses the valuation results in a way that best reflects the current situation of the company. In the study, a member from a limited liability company is based on the financial statements prepared by tax laws in order to determine the value of the financial settlement and in accordance with the valuation provisions of articles 78 to 88 of the Turkish Commercial Code, the balance sheet (book) value of article 641 of the Turkish Commercial Code is determined. In order to determine the fair value of the company, based on the corrected financial data, fair value estimation is tried to be made by using income and market approaches. Among the methods that best reflect the fair value of the company and therefore the fair value of the financial settlement, the method of discounted cash flows within the scope of income approach and the guideline publicly-traded method were preferred within the scope of the market approach.

Keywords: Limited Liability Company, Cash Payment for Withdrawal, Fair Value

1. GİRİŞ

Limited şirketlerde, anonim şirketlerdeki pay sahipliği kavramı yerine ortaklık sıfatının ön planda olması ve bu şirket türünün birçok müteşebbis tarafından tercih edilmesi, genelde ortaklar arası güven, güç birliği ve birlikte iş yapabilme arzusuna bağlıdır. Ancak, başlangıçta ortaklar arasında var olan güven ve birlikte çalışma arzusu, zaman içinde veya ortak değişiklikleri ile yerini huzursuzluğa ve çatışmaya bırakabilmektedir. Böyle bir durum ortaklardan biri veya birkaçının ortaklıktan çekilmesine ya da esas sözleşme uyarınca veya ortaklar kurulu kararı ile ortaklıktan çıkarılmasına bile yol açabilmektedir.

Limited şirketlerde ortaklıktan çıkma veya çıkarılma, ister tarafların çatışması, isterse uzlaşmaları sonucu veya mahkeme kararı ile belirlenmiş olsun, ayrılmanın haklı bir nedene dayanıp dayanmadığına bakılmaksızın ayrılan ortak, şirkete koymuş olduğu aynî ya da nakdi sermayenin karşılığı olarak bir “*ayrılma akçesi*” talep etme hakkına sahiptir. Türk Ticaret Kanunu (TTK), ayrılan ortağa ödenecek “*ayrılma akçesi*” tutarın cari değeri olarak “*gerçek değer*” esasını kural olarak benimsemiştir. Ancak kanun, bu değerin nasıl hesaplanması gerektiği konusunda ayrıntılı bir hüküm getirmemiş, fakat gerçek değerin “*en azından bilanço değer*” olduğuna işaret etmiştir. Yine aynı kanun ayrılma akçesi değerinin, ‘işleyen teşebbüs varsayımı’na göre belirlenmesi gerektiğini hükme bağlamıştır.

TTK, ayrılma akçesinin nasıl belirlenmesi gerekeceği konusunda tarafların anlaşmasına öncelik vermiş, taraflar uzlaşmaya vardığı takdirde başkaca bir işlemin yapılmasına gerek görmemiştir. Bu durum, ayrılan ortak ve şirkete değer belirlemede geniş bir alan bırakarak, ortak ve şirket arasındaki uzlaşmanın asıl olduğuna vurgu yapmıştır. Kanun ayrıca, ayrılma akçesinin genel hukuk ilkeleri içinde kalmak kaydı ile farklı şekillerde hesaplanabileceğine de yer vermiştir. Ancak, tarafların değerin tespit yöntemleri konusunda anlaşamamaları ve hukuk yoluna başvurmaları halinde değerleme yönteminin tespiti mahkemenin takdirinde olacaktır.

Bu alışma, limited Şirketlerde bir ortağın ortaklıktan çıkması ve çıkarılmasında ayrılma akçesinin gerçek değerinin tespitinde kullanılabilir değerleme yaklaşım ve yöntemlerine yer vererek, bir uygulama ile bu değerin nasıl belirleneceği konusunda bir görüş ortaya koyma amacı gütmektedir.

2. LİMİTED ŞİRKETTEN ORTAĞIN ÇIKMASI VE ÇIKARILMASINDA AYRILMA AKÇESİNİN GERÇEK DEĞERİ

Hukuk alanyazınında ve Türk hukuk siteminde “*ayrılma akçesi*” bir ortağın Şirkette sona eren ortaklığının karşılığı olarak ödenmesi gereken değeri ifade emektedir. Ayrılma akesi¹ kanuni bir kavram olarak ve genel hatları TTK tarafından belirlenmiştir. Ortağın, kuruluşta veya sermaye artırımını ile Şirkete getirdiği aynı ve nakdi sermayenin değeri, Şirketin toplam değer ile birlikte ve Şirket faaliyetlerinin bir sonucu olarak zaman içinde artmakta veya azalmaktadır. O nedenle Şirketten ayrılma veya çıkarılma halinde bir ortağa ödenecek olan tutar başlangıçta koyduğu sermaye tutarından farklı olacaktır. Bu hesaplamaların yapılabilmesi için önce Şirketin bir bütün olarak değerlenmesi, daha sonra ayrılma akçesinin ödenmesi gerekmektedir. Şirketin değerinin veya ayrılma akçesinin ayrılma tarihindeki gerçek değerinin tespiti için öncelikli olarak TTK’da yer alan hükümlerin, limited Şirkette payın değerini, gerçek değer ve bu değerinin tespitinde kullanılabilir değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin incelenmesi ve hangi yöntemin seçileceğinin belirlenmesi gerekmektedir.

2.1. Ayrılma Akçesi İle İlgili Türk Ticaret Kanunu’nda Yer Alan Kavramlar

Şirketten ayrılma bir st kavram olarak, Şirketin fesih veya infisahına meydan vermeksizin (Sönmez, 2009: 1), ortağın Őirketle ilişinin kesildiği tüm halleri ifade etmektedir (Őener, 2017: 923; Gözüyeşil, 2012: 53). Ayrılma kavramını içerisinde, ortağın payını devretmesinde olduğu gibi taraflar arasında bir uzlaşmanın sağlanması yanında, yasa veya sözleşme hükümleri çerçevesinde Şirketten ıkma, çıkarılma ve ölümü de içerecek Şekilde ortaklık sıfatının sona ermesini ifade etmektedir (ztrk Dirikkan, 2005: 17-18). Limited Şirkette ıkma, ortağın kendi iradesiyle Őirketle olan ortaklık ilişisini sonlandırması (elik, 2016: 244; Poroy, Tekinalp ve amoğlu, 2017: N 1675; Taşdelen, 2012; 85; Őener, 2017: 871), ıkarılma ise ortağın Őirketle olan ortaklık ilişisinin kendi istek ve iradesi dışında

¹ TTK’da ayrılma akçesi kavramına, ticaret Şirketlerinin birleşmesi bahsinde (TTK m. 141) ve limited Şirketlerde ortağın Şirketten ıkma ve çıkarılması bahsinde (TTK m. 641 ve 642) olmak üzere iki ayrı yerde kavram olarak yer verilmiştir. Çalışmada ise sadece TTK m. 641 ve 642’de limited Şirkette ortağın çıkması ve çıkarılması bahsinde yer alan ayrılma akçesi ele alınmıştır.

sonlandırılması olarak tanımlanabilir (Çamoğlu, 2014: 125; Çelik, 2016: 186-187; Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2014: N 303). TTK m. 641'e göre ayrılma akçesi, ortağın şirketten ayrılması durumunda esas sermaye payının gerçek değeri karşılığında şirketten talep edeceği parasal bir tutardır.

Ayrılma akçesinin talep edilmesi için TTK m. 641'e göre, ortağın şirketten ayrılması ve esas sermaye payının gerçek değerinin belirlenmesi gerekir.² TTK'nın gerçek değere atıf yapılan³ maddelerinde, “gerçek değer” nasıl tanımlanacağı ve/veya hangi değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanılacağı konusunda bir ifade bulunmamaktadır. TTK, madde gerekçelerinde tanımlamanın uygun olmadığı, uygulamaya bırakıldığı veya alanyazını ve yargı kararlarına bırakıldığı konusunda bir görüş belirtilmiş; ancak gerçek değer “en azından ne olması gerektiği” yönünde değer esas ve yöntemlerine de yer vermiştir.⁴

Kanun lafzında geçen “gerçek değer” ve “gerçek değerine uyan” ibareleri, pay değerlemesi açısından özel bir değer ifadesi olarak belirtilmemiştir. Payın gerçek değeri için, olayın mahiyetine uygun güncel değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanıldığı, adil, hakkaniyetli ve çatışan tarafları uzlaştırabilecek bir değer bulunması uygulama, alanyazını ve yargıya bırakılmıştır. Kanun tarafından tanımlanmayan bu değer ifade edeceği bütün içerik ve sonuçlar, tarafların anlaşmasına, anlaşamama durumunda ise yargısal bir yorumlama üzerine kurulacaktır. Bu nedenle öncelikli olarak, limited şirketlerde esas sermaye payı ile ortaklık payı kavramlarının açıklanması gerekmektedir.

² Kollektif ortaklığın “haklı sebeple fesih” bahsinde (TTK m. 255) ve kollektif ortaklıktan “çıkma ve çıkarılma” bahsinde (TTK m. 260-266) “ayrılan ortağın payı” kavramına yer verilmiştir. TTK m. 202/1-b’de “hâkimiyetin bağlı ortaklığı kayba uğratacak şekilde kullanılması sonucunda şirketten çıkma”, TTK m. 202/2’de “haklı bir sebebi bulunmaksızın hâkim gücün kullanılması sonucu gerçekleştirilen önemli işlemlerden doğan zararlar nedeni ile şirketten çıkma” ve TTK m. 208’de “hâkim pay sahibi tarafından azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan çıkartılması” bahislerinde “payların satın alınması” kavramına yer verilmiştir. TTK m. 596/1’de “miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra hükümlerine” dayalı esas sermaye payının devrini reddetmesi durumunda çıkarılma bahsinde payların “gerçek değeri üzerinden devralmayı”, TTK m. 636/3’te limited şirkette haklı sebeplerle şirketin feshinin dava edilmesi halinde mahkemenin ortağın çıkarılmasına karar vermesi bahsinde ise “davacı ortağa payının gerçek değerinin ödenmesi” kavramlarına yer verilmiştir.

³ TTK’da payların değerlendirilmesi kapsamında gerçek değer kavramı; TTK m. 140-141’de “ticaret şirketlerinin birleşmesi”, TTK m. 155 “sermaye şirketlerinin kolaylaştırılmış şekilde birleşmesi”, TTK m. 202. maddede “hâkim şirketin hâkimiyetini kötüye kullanması”, TTK m. 493. maddede “borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar”, TTK m. 531. maddede “anonim şirketin haklı nedenle feshi”, TTK m. 596. maddede “miras, eşler arasındaki mal rejimi ve icra”, TTK m. 597. maddede “gerçek değer belirlenmesi”, TTK m. 638. maddede “sona erme sebepleri ve sona ermenin sonuçları” ve TTK m. 641. maddede “limited şirketlerde ortağın şirketten ayrılması” bahislerinde yer almaktadır.

⁴ TTK’nın “ticaret şirketlerinin birleşmesi” başlığındaki 141. madde gerekçesinde, “ancak gerçek değer hesaplanmasında yaşayan bir şirketin esas alınması ratio legis (kanunun amacı) gereği” olduğu; “hâkim şirketin hâkimiyetini kötüye kullanması” başlığındaki TTK m. 202. maddede, “paylarının varsa en az borsa değeriyle, böyle bir değer bulunmuyorsa veya borsa değeri hakkaniyete uygun düşmüyorsa, gerçek değerle veya genel kabul gören bir yöntemle göre belirlenecek bir değerle satın alınması”; TTK m. 493. madde gerekçesinde gerçek değer, “tasfiye değerinin üstündedir. Çünkü yaşayan bir şirketin değeridir” ve TTK m. 641. madde gerekçesinde ise “ibarenin en azından bilanço değerini ifade ettiği” yönünde belirlemeye ve/veya değer esas ve yöntemlerine yer vermiştir.

2.2. Limited Şirkette Payın Değeri

Bir malvarlığı olarak pay

TTK'da yer alan ve "gerçek değere de atıfyapan" birçok madde,⁵ payın bir malvarlığı değeri olduğunu göstermektedir. Para ile lulebilir bir değerinin bulunması, payı bir malvarlığı hakkının konusu haline getirmektedir (Demirkapı, 2008: 45).⁶ Limited Şirkette esas sermaye payı, nitelik olarak gayri maddi bir varlığa sahiptir ve Şirket karşı ortaklara kiŐisel ve mali haklar sağlamaktadır (TaŐdelen, 2012: 90). Şirket malvarlığı ile pay arasındaki ilişki, esas sermaye payı ile sermaye payı arasındaki iliŐkiyle orantılıdır. Böylece esas sermaye payının, ortak sıfatından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerin vücut bulmasına değil, sadece payın ölçüsünün belirlenmesine hizmet edeceği sonucuna varılmaktadır (Demirkapı, 2008: 45-46).⁷

Payın ekonomik değeri

Bir Şirket iyi ekonomik sonuçlar elde ettiğinde, ortaklar da bundan yararlanır (*kâr dağıtımı gibi*); kötü ekonomik sonuçlar ise Şirketin varlığında azalmaya neden olur. Ayrılma akçesinin değeri, ortağın Şirkete getirdiği esas sermaye payının Şirket tarafından iyi yönetildiği durumlarda daha yüksek, aksi durumda ise daha düşük olacaktır (ztrk Dirikkan, 2005: 105). Burada özellikle gelecekte kr beklentisinin olmaması payın değerini azaltır. Benzer Şekilde zarar edilmesi halinde malvarlığında azalma ve buna bağlı olarak *-ayrılma veya-tasfiye* payı miktarının düŐmesi de mümkündür (Demirkapı, 2008: 47).⁸

Kanuni lt

Ayrılma akçesinin değerinin tespitinde kanuni ölçüt, tespit edilecek bedelin esas sermaye payının gerçek değerine uygun olmasıdır (Őener, 2017: 925). Değerin tespiti ve ödenmesinde ortağın kusurlu olup olmaması, diğer bir ifade ile ortağın kusurunun oranına göre farklı değerlendirmeler yapılmaması (ztrk Dirikkan, 2005: 112) ve ayrılmanın, ayrılan ortak açısından cezai bir müeyyide niteliğinde olmaması gerekir (Delang, 2015: 462; elik, 2016: 308).

⁵ TTK m. 140, 141, 155, 202, 493, 531, 596, 597, 638 ve 641'de payın gerçek değerine yer vermiştir. 6762 sayılı TTK'da ise m. 521 ve m. 530'da payların hakiki değerinden bahsedilmektedir.

⁶ Ortaklık haklarından olan mali haklar, para ile lulebilen ve devredilebilen haklardır. (Poroy, Tekinalp ve amoğlu, 2017: N 1682).

⁷ Limited Şirkette ortağın esas sermaye payı, esas sermayenin üstlenilen kısmının tutarına göre belirlenir ve esasen sadece Şirketin kayıtlarında (*ve ticaret sicilinde*) yer alan bir tutarı ifade eder (ztrk Dirikkan, 2005:105).

⁸ Şirketin finansal durum tablosunda yer alan yükümlülüklerin varlıklarına göre daha yüksek tutarda olduğu takdirde, Şirket zkaynakları negatif bir değer taŐıyacaktır (ztrk Dirikkan, 2005: 105 -dipnot 103-). Bu durum TTK m. 376'ya göre "sermayenin kaybı ve borca batıklık" hükümlerinin uygulanmasını gerektirse de, finansal tablolarda yer almayan teminatlar, kefaletler, alacakların sonradan Őüpheli hale gelmesi, vergi cezaları gibi nedenlerden dolayı, zkaynaklar negatif değerler taŐıyabilecektir.

2.3. Gerçek Değer Esası

Uluslararası muhasebe standartları açısından gerçek değer

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'da⁹ gerçek değeri tanımlamamıştır. Bunun yerine yasalarda yer alan “gerçeğe uygun değer”in (*fair value*), “yasalar bağlamında bir değer esası olarak kullanıldığı ve ilgili tanımların yasal işlemlerden veya mahkemeler tarafından geçmiş davalara ilişkin olarak verilen kararlardan kaynaklı olarak, birbirlerinden önemli ve/veya anlamlı ölçüde farklılaşabildiğine” (UDS, 2017: 33) vurgu yapmıştır. Standartlarda yer verilen gerçek değer tanımlarından biri de, “değerleme gerektiren işlem bağlamında benzer işletmelerde genellikle uygulanan, bilinen ve güncel değerleme kavram ve teknikleri kullanılarak, bazı durumlar haricinde pazarlanabilirlik eksikliği veya azınlık hakları için iskonto yapılmaksızın” tespit edilen değeri, gerçek değer olarak tanımlamıştır (UDS, 2017: 33).¹⁰ Bu tanımda *benzer işletmelerde uygulanan, bilinen ve güncel değerleme kavram ve tekniklerine*” atıf yapılarak, gerçek değerin “*emsallere uygunluk ilkesi*” kapsamında belirlenmesinin yerinde olacağı vurgulanmıştır (UDS, 2017: 33).¹¹

⁹ UDS, 01.02.2017 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun “*Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği*” ile sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayınlanmasını düzenlemiştir. Bu kapsamda, Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından hazırlanan UDS, Türkçeye çevrilerek “*Teknik Bilgi Notları*” ve “*Uluslararası Değerleme Standartları Terimler Sözlüğü*” ile birlikte yayımlanmıştır.

¹⁰ Söz konusu tanım, “*Ticaret Şirketlerine İlişkin Model Kanun (the Model Business Corporation Act-MBCA)*’da yer almaktadır. Kanun, Amerikan Barolar Birliği’nin İşletme Hukuku Birimi nezdindeki Kurumsal Hukuk Komitesi tarafından hazırlanan bir model kanun seti olup, ABD’de 24 eyalette uygulanmaktadır” (UDS, 2017: 33).

¹¹ Diğer bir yargı kararında ise gerçek değer, “*doğru ve adil olan değerdir. Bu terim, adalet ve eşitlik gerekleriyle tutarlı olarak, yeterli bedel (tazminat) kavramını da kapsamaktadır*” (UDS, 2017: 34).

Muhasebe ilkeleri açısından gerçek değer

Değerlemenin esası, “değerlemenin temel ölçüm varsayımlarının açıklamasıdır” (UDS, 2017: 24).¹² Gerçek değer, finansal raporların hazırlanması¹³, ayrılan pay sahiplerinin payları için değerleme yapılması, -payın haczi veya zorunlu satışı gibi- diğer pay sahiplerinin paylarının satın alınması, gerçek değer raporlarının hazırlanması, vergi uygulamaları ve eşler arası mal rejimleri de dâhil olmak üzere, birçok farklı durumda uygulanabilir bir değer esasıdır. Gerçek değerin tanımı hangi bağlamda kullanıldığına bağlı olarak değişmekle birlikte (Fishman, Pratt ve Morrison, 2013: 23), geniş bir bakış açısı ile “*bir varlığın mevcut bilgilere göre olması gereken değeri*” (Sipahi, Yanık ve Aytürk, 2016: 17), gerçek değeri ifade eder.

Ekonomik değer

Bir şirketin değeri çok çeşitli faktörlerden etkilenir. Bunlar şirketin finansal yapısı, pazar riskleri ve fırsatları, gelecekteki beklentiler, yönetimin başarı/başarısızlığı, içinde çalışılan sektörün iç dinamikleri, genel ekonomik göstergeler, ulusal veya uluslararası rekabet ve piyasada gerçek alıcıların bulunup bulunmaması gibi faktörler olabilir. Bir şirketin herhangi bir zaman kesitindeki gerçek değeri, yukarıda belirtilen bütün faktörlerden en çok ilişkilendirilen faktörler tarafından belirleneceğine göre, payın değeri ile şirketin toplam değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Gerçek değerin hangi şartlardan daha çok etkilendiği ya taraflarca, ya tarafların belirleyeceği uzman ya da uzmanların belirleyeceği değer ya da muhtemel alıcıların olması durumunda onların ödemeye hazır olduğu değer, gerçek değer olarak tespit edilecektir. Gerçek değerin tespitinde amaç, pay sahibine payının çeşitli finansal hesaplama yöntemlerine göre tespit edilen en yüksek değerini vermekten ibaret değildir (Sönmez, 2009: 159). Bu nedenle, gerçek değer tespitinde kalan ortaklar ve şirket menfaatlerinin de gözetilmesi gerekmektedir.

¹² Bazen değer standartları olarak nitelendirilen değer esası, değer standartları ile eş anlamlı kullanılmaktadır (UDS, 2017: 14). Değer esası (standartı) aranan değer türünün bir tanımıdır. Değerin öncülü konu, değerlendirme için geçerli olan fiili ya da kuramsal şartlar kümesine ilişkin bir varsayımdır (Fishman, Pratt and Morrison, 2013: 20).

¹³ Finansal tabloların hazırlanmasında gerçek değer ilgili muhasebe standartlarında tanımlanmakta ve pazar değerinin aynısı olmamakla birlikte tanıma oldukça yakın bir tanıma sahiptir (Fishman, Pratt ve Morrison, 2013: 23); TFRS 13 “*Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü Standardı*”, Paragraf 11; Finansal raporlama açısından TFRS 13’de, “*gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemede, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanmaktadır*”. Bu tanımda, bir bütün olarak şirket değil, finansal tablolarda yer alan varlık ve borçlar değerlenmektedir.

Gerçek değerin tespitinde alanyazın

Gerçek değerin hangi yöntemle hesaplanacağı konusunda “her olaya uyan belirli tek bir çözüm” bulunmamaktadır. Bunun yerine her değerleme çalışmasında, değer tahminlerine veya görülen davada davanın koşullarına uygun çeşitli yöntemlerden hangisinin seçileceği ve/veya hangisine öncelik verileceği konusu önem taşımaktadır. Ayrılan ortakların hakları ile ilgili bir davada mahkeme, “bir şirketin paylarının değerinin belirlenmesi için evrensel bir yöntem bulunmamaktadır. Hiçbir şirket tamamen bir diğerinin aynısı değildir. Birinin paylarını değerlendirirken çok önemli olan bir unsur, diğeri için hiçbir şey ifade etmeyebilir” şeklinde karar vermiştir (Mc Gaughey, 2011: 56).¹⁴

Yargısal görüş

Yargıda yapılan değerlemelerde gerçek değer, yargının denetiminde olan bir değer esası olarak, çoklukla ayrılan ortakların haklarına veya şirkete karşı ortaklık haklarına ilişkin konularda kullanılır. Yargıda verilen kararlar, “gerçek değer” kavramının, “pazar değeri (fair market value)” kavram ve uygulamasının temelinde yatan varsayımlardan ayrı olduğunu ortaya koymaktadır (Fishman, Pratt ve Morrison, 2013: 23). Pazar değerinde istekli alıcının pay değeri için ödeyebileceği bir değer belirlenirken, gerçek değer açısından istekli bir satıcı yerine şirketin değerleme uzmanı veya yargı kararı ile belirlenen, çoğunluk pay sahiplerinin ve ayrılan ortağın rıza göstereceği bir değer belirlenmektedir. Pazar değeri tanımına göre ise azınlık pay sahibinin payını satması için istekli olduğu ve istekli alıcı bulabileceği varsayılmaktadır (Shishido, 1993: 69). Yasalar tarafından “gerçek değer”e atıf yapılan durumlarda, gerçek değerin hangi değer esası veya değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile tespit edileceği yönünde bir belirleme yapılmamıştır. Bunun nedeni, her şirketin farklı finansal verilere ve farklı özelliklere sahip olması, hatta aynı şirketin farklı zamanlarda yapılacak değerlemelerde farklı değerlere sahip olabileceği düşüncesidir. Bu durum şirketin veya payın değerlemesini yapacak uzmanların, mevcut finansal, ekonomik ve işletme koşullarının tamamını içerek bir analiz ve değerleme yapmasını gerektirmektedir.

Kullanılan farklı değerleme yaklaşım ve yöntemleri şirketin veya payın gerçek değerinin tutarına etki edecek ve farklı sonuçlar verecektir. Değerleme yaklaşım ve yöntemler içerisinde genel kabul görmüş en düşük değerin “zorunlu satış değeri” olduğu kabul edilmekte, en yüksek değerin ise “bir varlıktan en yüksek değerin elde edileceği en verimli ve en iyi

¹⁴ Bir yargı kararında ise gerçek değer, “doğru ve adil olan değerdir. Bu terim, adalet ve eşitlik gerekleriyle tutarlı olarak, yeterli bedel (tazminat) kavramını da kapsamaktadır” şeklindedir. Verilen bu kararda gerçek değer belirli bir değerleme yaklaşım ve yöntemi ile tespit edilen bir değer esası tanımı yerine, değerin yeterli bir bedel ve/veya tazminatı da içerdiğini ifade eden bir karardır (UDS, 2017:34).

kullanım” (Rezaee, 2001: 173; UDS, 2017: 34)¹⁵ değeri olduğu varsayılmaktadır. TTK, ayrılan ortağın payının gerçek değeri için değerlendirme yöntemi olarak “yaşayan şirket değeri”, “borsa değeri” ve bilanço (*defter*) değeri” gibi değer esas ve varsayımlarına atıfta bulunarak alt bir sınırlama getirmiş, ancak genel kabul görmüş bir değerlendirme yaklaşım veya yöntemi belirtmemiştir.¹⁶

TTK madde ve gerekçe metinlerinden hareketle gerçek değer;

- tasfiye değerinin üstünde bir değer olduğu,
- yaşayan şirket varsayımı ile ayrılan ortağın payının maliyet, gelir, pazar (veya uygun durumlarda diğer) yaklaşımları gibi değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinden biri veya uygun durumlarda birkaçı ile değerlendirilip ağırlıklandırılmış ortalamalarının alınarak değerlendirilmesi gerektiği,
- TTK m. 641 gerekçesinden hareketle, ayrılma akçesinin değerinin tespitinde bilanço¹⁷ (*defter*) değeri haricindeki diğer değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin uygun olmadığı ve/veya TTK m. 78’de atıf yapılan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)’nda yer alan değerlendirme ilkeleri kapsamında düzenlenen finansal durum tablolarının şirket “gerçek değerini” yansıtabildiği durumlarda, bilanço (*defter*) değerinin gerçek değer olabileceği sonucuna varılmaktadır.¹⁸

¹⁵ Düzenli ve zorunlu tasfiye değerleri, şirket gelir düzeyinden bağımsızdır (Rezaee, 2001: 173). Ancak, bazı şirketlerin varlıklarının değeri nedeniyle tasfiye değerleri, diğer yaklaşım ve yöntemlere göre daha yüksek bir değer taşıyabilmektedir.

¹⁶ TTK m. 493/1 gerekçesinde gerçek değer ile ilgili olarak, “İsviçre’de ve 6762 sayılı TTK m. 418 sebebiyle Türk doktrininde söz konusu (gerçek) değerle, aktiflerin olası satış değerinin, kapitalizasyon değerinin ve işletme iktisadının kabul ettiği şirketin tüm varlıklarını temel alan diğer değerlerin ifade edildiği savunulmuştur. Bu değer, tasfiye değerinin üstündedir. Çünkü yaşayan bir şirketin değeridir” şeklinde gerekçe gösterilmiştir. Gerekçede yer alan belirlemeler gerçek değer “tasfiye değeri” olmayacağı yönündedir. Nihayetinde, ortağın ayrılmanın her türü ile şirketten ayrılmasında şirket tasfiye edilmemekte, ortak ayrıldıktan sonra da şirket ekonomik faaliyetine devam etmektedir.

Alman Yüksek Mahkemesi’nin içtihadı da şirket değerinin tasfiye varsayımı ile değil işleyen teşebbüs varsayımı ile değerlemenin yapılması yönündedir (De Vries, 2010: 178).

¹⁷ Bilanço, işletmenin belli bir andaki varlık ve kaynak yapısını diğer bir ifade ile finansal durumunu gösteren tablodur. İşletmenin kuruluşunda bu yapı, dolayısıyla bilanço, varlık ve kaynakları oluşturan unsurların değerlerinin saptanması yolu ile meydana gelmektedir. Bilanço, işletmenin faaliyete geçmesinden sonraki süreçte belirli bir güne ait finansal durumu gösterebilmesi için faaliyetleri sırasında varlık, yabancı kaynak ve özkaynak unsurlarında oluşan değişmelerin kayıtlarda izlenmesi gerekmektedir (Ayboğa, 2001: 63).

¹⁸ Ancak gerçek değer için TTK’da kastedilenin sadece şirket varlıklarının değerleri olmadığı, sermaye payının yaşayan işletme içindeki değeri olduğu ve bu değer belirlenmesinde bilanço, kâr-zarar hesapları ile işletmenin tüm maddi, fikri ve sınai varlıklarının (goodwill, müşteri çevresi, marka, patent know-how vb.) rayiç değerleri, izleyen yıllardaki kâr ihtimallerini de içeren bilimsel yöntemle değerlendirileceği yönünde bkz. (Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2017: N 1674).

2.4. Ayrılma Akçesinin Gerçek Değerinin Belirlenmesinde Kullanılabilecek Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

Alanyazına göre

Ayrılma akçesini “*münhasıran*” değerleyecek bir yöntem yasal mevzuatta ve alanyazınında yer almamaktadır. Ayrılma akçesinin değerinin tespitine ilişkin, değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. De Vries (2010:178)’e göre de ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılmak üzere, özellikle belirlenmiş veya formüle edilmiş bir değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Her şirketin içinde bulunduğu sektör, varlık büyüklüğü, gelir elde etme potansiyeli veya sahip olduğu yasal izinler gibi somut bulgular, payın değerlemesi için uygun yöntemin belirlenmesi için veri oluşturmaktadır (Slee, 2004:107).

Gerçek değer kanuni bir terim olmakla birlikte, değerlendirme yapılırken muhasebe alanyazınında varsayımları tanımlanmış ve yöntemleri belirlenmiş bir veya birden fazla değerlendirme yaklaşım yöntemlerinden birinin veya birkaçının kullanılması mümkündür. Değerleme zamanı, değerlemede finansal tablolarda düzeltme yapılıp yapılmayacağı, değerlendirme sonrasında bulunan değerden indirim yapılıp yapılmayacağı gibi hususlarda, şirketin “*nevi şahsına münhasır*” durumuna göre tarafların üzerinde anlaşacağı bir yöntem veya aksi durumda mahkemenin takdir edeceği bir yöntem geçerli yöntem olarak kabul edilebilir.

Kanunlara göre

TTK’ya göre ayrılma akçesi, gerçek değer üzerinden belirlenir. Neyin gerçek olduğu, “*genellikle olağan olgulara dayandırılabilen, kesinlikle gerçekler bilinmeden belirli bir duruma göre son yargıya varılamayan*” şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir ifade ile gerçek değere ulaşmanın “*pazar değeri, indirgenmiş nakit akımları yöntemi, kazançların karşılaştırması, karşılaştırılabilir şirketlerle kıyaslama, değerlendirme yöntemlerinin bileşimi*” gibi değişik yöntemleri bulunmasına rağmen, hangisinin payın gerçek değerini en iyi şekilde temsil ettiğini söylemek mümkün değildir (Delang, 2015:463).

UDS ye göre

UDS’ye göre, bir şirketin değeri, “*şirketi oluşturan münferit varlık ve yükümlülüklerin değerlerinin toplamından farklı olabilir. Şirketin değerinin, şirketteki kayıtlı veya kayıtlı olmayan net maddi varlıklar ve tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların toplamından büyük olması halinde, fazla değer genellikle işletmenin sürekliliği (yaşayan şirket) değeri veya şerefiye*” olarak tanımlanır (UDS, 2017:69). Yaşayan şirket değerini tespit edebilmek için de

değerleme alanyazınında yer alan ve şirketin “*nevi şahsına münhasır*” durumuna göre belirlenen en uygun yöntemlerinden birinin kullanılması gerekecektir.

2.4.1. Değer Esaslarının şirket Değerine Etkisi

Değer esası, “*bir değerlemenin temel ölçüm varsayımlarının açıklamasıdır*”(UDS, 2013: 14).¹⁹ Değerlemelerde birçok değer esası kullanılmakla birlikte bu değer esasları belirli varsayımlardan hareketle oluşturulmuştur. Bu değer esasları, “*varsayılan işlem, işlemin tarihi ve tarafları*” gibi ortak özelliklere sahiptirler. Değer esasına bağlı olarak varsayılan işlem farklı özellikler taşıyabilir. Bunlar “*varsayımsal bir işlem, gerçek bir işlem, satın alma (giriş) işlemi veya satış (ıkış) işlemi, belirli özelliklere sahip özel veya pazardaki işlem olabilir*” (UDS, 2017: 23). Diğer yandan “*varsayımsal, bilinen veya belirli taraflar, belirli/tanımlanmış bir potansiyel grubun yeleri*”²⁰ gibi tarafların, değerleme işlemi kapsamında yeterli ve gerekli bilgi seviyelerinin veya o işlemle ilgili mecburiyetlerinin ya da özel taleplerinin bulunup bulunmadığı varsayımları ile değerleme çalışmasına başlangıç noktası oluşturarak değerlemedeki esasların belirlenmesi sağlanır.

Değerleme esasları iki temel varsayıma dayanmaktadır. şirketin olağan faaliyetine devam etmesi veya yakın bir gelecekte faaliyetine son vermesi, iflas ya da tasfiye edilmesi gibi varsayımlar değer esaslarının belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Değerleme alanyazınında iki temel varsayım üzerinden değer tespitinde bulunulur. Bunlar;

- a) Tasfiye etme varsayımı ve
- b) İşleyen teşebbüs varsayımıdır (Zdeb, 2011: 5).²¹

Tasfiye etme varsayımının temelinde, şirketin herhangi bir faaliyetinin bulunmadığı veya yakın gelecekte faaliyetine son vereceği, “*şirketin veya varlığın olağan iş akışı içine satılmadığı*” bir değeri ifade eder.

İşleyen teşebbüs değeri -TTK’da yer alan ifade ile “*yaşayan şirket değeri*”- yaklaşımı, tasfiye değerinin aksine, faaliyette olan bir işletmenin mal varlığının veya potansiyel kazanç gücü olan faal bir işletmenin değerini temsil eder. İşleyen teşebbüs değeri yargısal değerlemelerde,

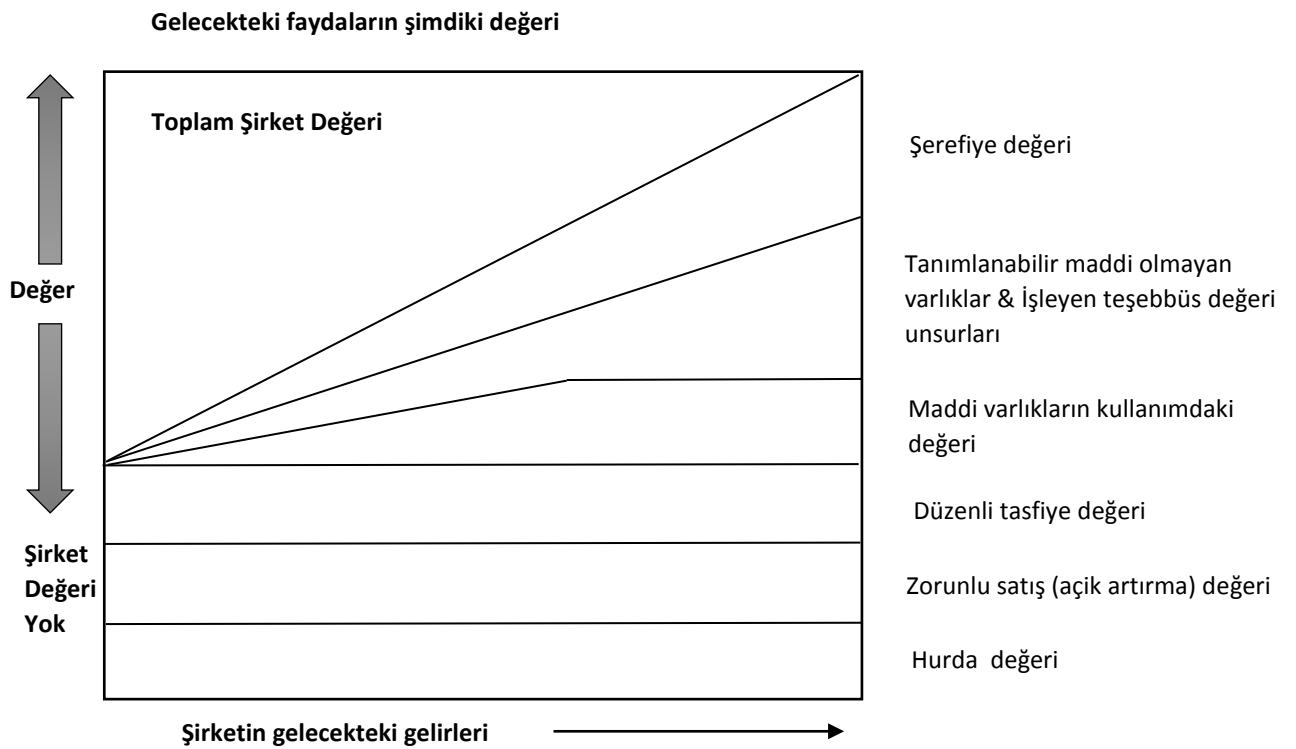
¹⁹ Bazen değer standartları olarak nitelendirilen değer esası, değer standartları ile eş anlamlı kullanılmaktadır. UDS 2013, s. 14. Değer esası (standartı) aranan değer türünün bir tanımıdır. Değerin öncülü konu, değerlendirme için geçerli olan fiili ya da kuramsal şartlar kümesine ilişkin bir varsayımdır. Fishman, Pratt and Morrison, **a.g.e.**, p. 20. Bazı yazalar ise “*değer esasları*” için “*değerleme kavramı*” ifadesini kullanmıştır. Rezaee, **a.g.e.**, p. 166.

²⁰ UDS 2017, s. 23-24

²¹ Varsayılan kullanım, “*bir varlığın veya yükümlülüğün kullanılma koşullarını*” tarif etmektedir (UDS, 2017: 34).

işletmenin değerlendirme zamanında ve sonrasında faaliyetlerine “önceden olduğu gibi” devam edeceği varsayımına dayanır (Fishman, Pratt and Morrison, 2003: 29).²² İşleyen teşebbüs değerinde, şirketin mevcut varlıkları ile gelecekteki kârlılık düzeyleri ve gelecekte elde edeceği gelirlerin bugüne indirmiş tutarının daha yüksek olması beklenir. Gelecekte elde edilecek gelirlerin daha yüksek olması durumunda şirket, defter değeri ile değil işleyen teşebbüs değeriyle değerlendirilir (Damadoran, 2006: 16).

Aşağıdaki diyagramda toplam şirket değeri ile çeşitli değerlendirme esasları arasındaki ilişki görülebilir.



Şekil 1: Değer Esaslarının Şirketin Gelecekteki Gelirleri ile İlişkisi

Kaynak: Present Worth of Future Benefits of Ownership, (Hitchner, 2011: 359); Illustration of Relationship Among Various Types of Business Value and the Future Income of That Business (Reazee, 2001: 173).

²² İşleyen teşebbüs değerinde, yargısal değerlemelerde bir şirketin değerlendirmeden önce, değerlendirme sırasında ve sonrasında aynı şekilde faaliyetine devam edeceği varsayılır. Bir pay sahibinin veya kilit önemdeki bir yöneticinin ölümü, ortağın şirketten baskı sonucunda ayrılması gibi değerlendirmeyi zorunlu kılan veya tetikleyen bir olay nedeniyle bir şirketin koşulları değerlendirme sonrasında farklı olabilir (Hitchner, 2011: 37). Bu hallerin varlığında, değerlendirme sonrasında şirket, değerlendirme öncesi faaliyetlerine devam etmeyecek ve gelecekte elde edeceği gelir elde etme gücünü kaybedecekse tasfiye değeri ile değerlendirilmesi daha uygun olacaktır.

Hurda değer

Diyagramda grldği gibi, maddi varlıklarının hurda değeri, Şirketin gelir düzeyi ne olursa olsun değişmeyeceğinden, hurda değerinin Şirketin en düşük değeri olduğu varsayılır. Örneğin, bir makinanın hurda değeri, gelir düzeyinden bağımsız bir değer taşımaktadır. Zorunlu tasfiye değeri ise, ikinci olası en düşük değer ve hurda değerinden farklı olarak bir işletmenin bir bütün olarak olası en düşük değeri olduğu varsayılır.

Zorunlu satış (açık arttırma) değeri

Zorunlu satış değeri, bir işletmenin öngörülemeyen veya kontrol edilemeyen bir olay sırasında varlığın tek bir parçasını bir defada satması durumunda tahsil edebileceği tahmini tutardır. Hurda değerinde olduğu gibi zorunlu tasfiye değeri de işletmenin gelir düzeyinden bağımsızdır. Düzenli tasfiye değeri kavramsal olarak zorunlu satış ile aynı olmasına rağmen, zorunlu satıştan farklı olarak alıcı bulmak için daha fazla srenin bulunduğu varsayımı ile, düzenli tasfiye durumunda daha yüksek bir değer elde edilmesi beklenir. Değerleme uzmanı, işletmenin kısa bir süre içinde aktif bir ihale ile varlıklarını satması gerektiğini varsayar.

Düzenli tasfiye değeri

Düzenli tasfiye değeri, satıcının bir varlığın en yüksek teklifi veren kişiye satılması için makul bir sreye sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Satıcı, varlıklarını nispeten daha yüksek bir oranda satın alma yeteneğine sahip en büyük alıcı havuzuna sahip bir satış kanalı kullanır. Düzenli tasfiye değeri, genellikle maddi duran varlıkların değerlendirmesinde kullanılır. Maddi varlıkların "bulunduğu durumdaki gibi" esasına göre satılması halinde elde edilmesi beklenen brüt tutarın tahminidir. "Düzenli" terimi, tasfiyenin mevcut tüm alıcıları tanımlamak için makul bir sreye izin vereceğini ve satıcının satış sürecinin kontrolünü elinde tutacağını ima eder.

Maddi varlıkların kullarımdaki değeri

Şirkette mevcut maddi varlıkların değeri, o varlık yenisi ile değiştirme değerine eşit olana kadar Şirketin geliriyle orantılı olarak yükselir. Şirketin gelirinin olmadığı bir düzeyde, kullanım değeri ve düzenli tasfiye değeri teorik olarak eşittir. Şirket daha yüksek gelir elde etmeye bařladıķa, maddi varlıkların önemi de artar ve kullanım değeri düzenli tasfiye değerini aşar. Tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların değeri, Şirketin geliri arttıķa artma eğilimindedir. Maddi varlıklarda olduğu gibi bunların önemi de Şirketin geliri ile birlikte artar. Şerefiye değeri, genelde Şirketin gelirlerinin artmasıyla artış gösterir. Şerefiye, Şirketin toplam değeri ile maddi ve tanımlanabilir maddi olmayan varlıklarının değeri arasındaki fark

olduğundan, şirketin gelirleri ve gelecekteki gelir öngörülerine bağlı olarak şerefiye ve dolayısıyla şirket değeri de artacaktır (Reazee, 2001: 174).

Tanımlanabilir maddi olmayan varlıklar & işleyen teşebbüs değeri

Tanımlanabilir varlıklar, işten ayrılabilen ve makine, taşıt, bina veya diğer teçhizat gibi elden çıkarılabilecek herhangi bir şeyden oluşur. Eğer bir varlık tanımlanabilir varlık olarak kabul edilmiyorsa, o zaman değeri satın alma işleminden kaynaklanan şerefiye tutarının bir parçası olarak kabul edilir. Diğer yandan, bir şirketin faaliyet halinde iken bir bütün halinde satılması durumunda ortaya çıkan değere işleyen teşebbüs değeri denilmektedir. İşleyen teşebbüs değerinde varlıkların cari değerleri dikkate alınarak hesaplanan aktif toplamından borçların cari değeri düşülmekte bulunan farka “şerefiye” eklenmektedir. Bu durumda şirketin, yönetim beceri düzeyi, süreç kalitesi, ürün kalitesi, personel kalitesi, pazar payı ve müşteri potansiyeli gibi entelektüel varlıkların da değere olan etkisi dâhil edilmektedir (Bayırlı, 2006: 54-55).

Şerefiye değeri

Şerefiye bir şirket için ödenen fiyat ile şirketin net aktif değeri arasındaki olumlu farktır. Hesaplanma şekli ne olursa olsun bir şirkete belirli alıcıların ödemeye hazır olduğu ya da ödediği fiyat ile şirketin net aktif değeri arasındaki fark şerefiye olarak tanımlanmaktadır.

2.4.2. Gerçek Değerin Belirlenmesinde Kullanılabilecek Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

Değerleme yaklaşımı alanyazınında bir ya da birden fazla değerleme yöntemi kullanılarak değer belirleme faaliyeti; değerleme yöntemi ise, değerin tahmininde kullanılan belirli bir teknik veya model olarak tanımlanmaktadır (Chambers, 2009: 199).

Bir değerlemede “*seçilecek değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlenen varlıklarının içeriği ile ilişkili olması*” gerekir. Şirket değerlemede farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Değerleme standartları yayımlayan kuruluşlar ve alanyazınındaki yazarlar, belirli sınıflandırmalara göre temel yaklaşımları, (1) pazar yaklaşımı, (2) gelir yaklaşımı ve (3) maliyet yaklaşımı ve (4) muhasebe temelli yaklaşım olarak genel bir ayrıma tabi tutmaktadırlar. Değerlemede kullanılan pazar yaklaşımı fiyat dengesi, gelir yaklaşımı fayda beklentisi ve maliyet yaklaşımı ise ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır (UDS, 2017:

41).²³ Muhasebe temelli değerleme yaklaşımı ise şirket varlık ve yükümlülüklerin değerlerini yasal mevzuat veya finansal raporlama ilkelerine dayalı olarak, muhasebe verilerinden hareketle kayıtlı değerleri veya dzeltiymiş değerlerini esas alarak zkaynak değerini tespit eden bir yaklaşım olarak kabul edilebilir.

Bu kapsamda;

- **Pazar yaklaşımı** için varlıkların emsal değerinin tespit edilebileceği bir piyasanın varlığının bulunması,
- **Gelir yaklaşımında** şirketin nakit akışlarının olması ve güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi,
- **Maliyet yaklaşımında** varlığın maliyetinin benzeri ile karşılaştırılabilmesi veya ‘yeniden üretim maliyeti’ nin hesaplanabilir olması ve
- **Muhasebe temelli değerleme yaklaşımında** ise yasal mevzuat veya finansal raporlama ilkelerine dayalı olarak zkaynak değerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bir şirketin değerinin, şirketin kayıtlı malvarlığı değerinden daha yüksek olması durumunda, değerlemenin muhasebe temelli değerleme yaklaşımı ile değil, pazar, gelir veya maliyet yaklaşımları (UDS, 2017:41) ²⁴ veya değerleme alanyazınında kabul görmüş diğer yaklaşım ve yöntemler ile değerlenmesi gerekir.²⁵ TTK m. 641’de “*bilanço değeri*” olarak özel bir ifade ile belirtilen kavram, muhasebe temelli değerleme yaklaşımı kapsamında defter değeri için kullanılan kanuni bir kavramdır. Aşağıda gerçek değerin belirlenmesinde kullanılabilecek değerleme yaklaşımlarına kısaca yer verilmiştir.

²³ Değerleme alanyazınında yukarıda sayılan değerleme yaklaşımlarının haricinde birçok değerleme yaklaşım ve yöntemleri mevcut olmasına rağmen temel belirleme fiyat dengesi, fayda beklentisi ve ikame ekonomi ilkelerine göre sınıflandırılmaktadır. Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi “*şirketin vergi sonrası net faaliyet krının, o krı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değeri*” yani fayda beklentisi temeline dayanır. Diğer taraftan Fazla kazanç yöntemi (excess earnings method)’nde olduğu gibi gelir yaklaşımı ve muhasebe temelli değerleme yaklaşımlarını birleştirerek şirketin net aktifleri ile şirketten bağımsız olarak ölçülemeyen maddi olmayan varlıklarının oluşturduğu şerefiye değerini ortaya koyan karma bir yöntemlerde mevcuttur.

²⁴ UDS 2011’de yatırım ve holding şirketlerin değerinin varlıklar ve borçların toplamından çıkartılabileceği, bu yaklaşımın varlık yaklaşımı veya net varlık yaklaşımı yöntemi olarak adlandırılmasına rağmen bir değerleme yaklaşımı olarak kabul edilmediğine de yer verilmiştir. Değerleme alanyazını açısından varlık yaklaşımı, net aktif değeri gibi muhasebe verilerinden elde edilen verilerden hareketle şirket değeri tespit edilse de varlık yaklaşımına UDS 2017’de yer verilmemiştir.

²⁵ Gerçek değerin belirlenmesinde kullanılacak değerleme yaklaşım ve yöntemlerini yargıda yapılacak değerlemeler açısından genel kabul görmüş değerleme yaklaşım ve yöntemleri olarak sınırlandırılabilse de TTK m. 641/2 gerekçesine göre ayrılma akçesinin değeri, “*şirket sözleşmesi ile Kanun’dan farklı bir şekilde düzenleme olanağı*” sağlanmıştır. Bu şekilde ayrılma akçesi, şirket sözleşmesi ile belirli bir tutar, belirli bir varlık değeri, belirli bir tutarın herhangi bir endekse bağlı değeri gibi gerçek değer esasının haricinde de belirlenebilme olanağı bulunmaktadır. Ancak bu gerçek değerden farklı bir şekilde ayrılma akçesinin tutarının belirleme serbestisi gerekçede “*hukukun genel ilkeleri*” ile sınırlandırılmıştır.

2.4.2.1. Pazar Yaklaşımı

UDS'ye göre "pazar değeri", bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla, istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerleme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır. Pazar yaklaşımının temelini, birbirine benzer varlık veya şirketlerin pazar tarafından nasıl fiyatlandırıldığı oluşturur (Damodaran, 2006: 299). Pazar yaklaşımı,²⁶ "varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (veya benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği" yaklaşımı ifade eder (UDS, 2017: 42). Pazar yaklaşımının değerlemelerde kullanılması için, "değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedelle son dönemde satılmış olması, değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi ve/veya önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması" gerekmektedir (UDS, 2017: 43). Pazar yaklaşımı kapsamında (1) "karşılaştırılabilir işlemler" yöntemi ve (2) "borsadaki kılavuz emsaller" yöntemi temel iki yöntem olarak sıralanabilir.

Karşılaştırılabilir işlemler yönteminin amacı, pazarda mevcut fiyatlandırılmış benzer varlık veya şirketlerin, değerlemesi yapılacak varlık veya şirketler için değerlemeye esas alınmasıdır. *Borsadaki kılavuz emsaller* yöntemindeki temel amaç ise borsada işlem gören benzer nitelikteki varlık ve şirketlerin gösterge niteliğindeki değerinden hareketle, değerlenecek varlık ve şirketin değerinin tespit edilmesidir (UDS, 2017: 47-48).

Halka açık olmayan şirketlerin paylarının el değiştirmesinde -istekli alıcılar ile istekli satıcıların bir arada, yeterli sayıda ve birbirlerine etki edebilecek bir ortamın bulunmadığı bir durumda - pazar değerinin bulunmadığı savunulmaktadır. Dolayısıyla halka açık olmayan şirketlerin değerlemesinde gelir, maliyet veya varlık yaklaşımı yöntemlerinden birinin kullanılması gerekir (Shishido, 1993: 71). Ancak; yine de şirketin değerini yansıtabilecek bir pazar değerinin bulunduğu durumlarda, şirketin pazar değerinin gerçek değer olma olasılığını göz ardı etmemek gerekir. Halka açık şirketlere benzer varlık ve gelir yapıları olan veya yatırımcılar açısından tercih edilen sektörlerdeki şirketlerin, halka açık şirketlerle benzer özellikler taşıması halinde pazar değeri ile değerlenmesi gerekir.

²⁶ Bazı yazarlar pazar yaklaşımı için piyasa (Chambers (2009)) veya göreceli yaklaşım (Damadoran (2005)) terimlerini kullanmışlardır. Çalışmamızda kavram birliğinin sağlanması amacıyla ise UDS'de yer alan kavram ve terimler tercih edilmiştir.

Pazar yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketlere ait verilerin kullanımı, gelir yaklaşımında kullanılan yöntemlere göre daha az zaman ve kaynak gerektirir. Karşılaştırılabilir işlemler yöntemi ile elde edilen değerleme sonuçları, daha az varsayım gerektirmekte ve daha kolay şekilde, değerlemeyi talep eden taraflara açıklanabilmektedir. Karşılaştırılabilir işlemler yöntemi ile gerçek değer yerine pazar değeri bulunmaya çalışıldığı için mevcut piyasa şartları şirket değerine doğrudan yansımakta, piyasaların yükseliş halindeyken aşırı değerleme ve dşuş halinde ise dşuk değerlemeye yol açabilmektedir (İvgen, 2009: 117-120).

2.4.2.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, değerlenecek şirketi getirisi olan bir yatırım olarak görmekte ve şirketi gelecekte sağlayacağı gelirleri dikkate alarak değerlemektedir. Gelir yaklaşımı, şirketin gelecek yıllarda yaratacağı muhtemel nakit akışlarını belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgedikten sonra, iskonto edilmiş yıllık nakit tutarların toplamını şirketin bugünkü değeri olarak kabul etmektedir (Chambers, 2009: 232).

Bir değerleme tercihinde diğer yaklaşımlar yerine gelir yaklaşımının tercih edilebilmesi için varlığın gelecekteki nakit yaratma kapasitesine ait gereki tahminlerin yapılabilmesi, varlığın değeri etkileyen önemli bir faktör olması veya varlığın pazar yaklaşımında kullanılabilen benzerlerinin az sayıda olması veya hiç olmaması gerekmektedir (UDS, 2017: 51). Bu kriterlerin karşılanamadığı durumlarda ise diğer değerleme yaklaşımlarının kullanması gerekmektedir. Gelir yaklaşımında en bilinen yöntem İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemidir (Hitchner, 2011,123). İNA yöntemi bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanır (Chambers, 2009: 233).

Nakit akışları güvenilir bir şekilde tahmin edilemeyen, gelir yaratmayan veya yeni kurulmuş şirketlerin değerlemesinde gelir yaklaşımının kullanılması uygun olmayacaktır.

2.4.2.3. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, değerleme yapılan varlığın maliyetinin benzerleri ile karşılaştırılarak değerleme yapılması esasına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda varlığın değeri, benzer bir varlığın maliyetinin uygun düzeltme işlemleri ile fiziksel, fonksiyonel ve ekonomik bozulmalarını dikkate alarak tespit edilmektedir. Bu yaklaşım genelde şirketlere ait gelir getirmeyen makine ve ekipmanlar ile taşınmazların değerlemesinde kullanılmaktadır.

Yaklaşım, belirli varlıklara sahip olan şirketler haricinde, bütün olarak şirket değerlemede ise nadiren kullanılmaktadır (Reazee, 2001: 178).

Bu yaklaşımda yer alan yöntemler ise (1) ikame maliyeti yöntemi, (2) yeniden üretim maliyeti yöntemi ve (3) toplama (düzeltilmiş özvarlık değeri) yöntemi

İkame Maliyeti, sahip olunan bir varlığın yerine aynı işlevi yapabilecek yetenekte bir başka varlık koymak gerektiğinde yüklenilecek maliyettir.

Yeniden üretim maliyeti, bir varlığın aynı yetenek ve kapasitede cari fiyatlarla yeniden imal edilmesi halinde ortaya çıkması mümkün olan maliyetini ifade eder.

Toplama (düzeltilmiş özvarlık değeri) yönteminde şirketlerin sahip oldukları tüm varlıkların kullanıcı açısından ifade ettikleri piyasa değeri hesaplanarak, bundan şirketin tüm borçlarının düşülmesi sonucunda elde edilen değerdir.

Şirket ve şirket paylarının değerlenmesinde, pazar ve gelir yaklaşımları, aşağıdaki durumların varlığı halinde uygulanmamaktadır (UDS, 2017: 74):

- “işletmenin, *kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması*”,
- “işletmenin, *yatırım şirketleri veya değerin esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu holding şirketi olması*”, ve/veya
- “işletmenin *sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi*”.

Yukarıda sıralanan durumlarda maliyet yaklaşımı yönteminin, “*temel değerleme yaklaşımı olarak*” uygulanması gerekmektedir (UDS, 2017: 74).

2.4.2.4. Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı ve Bilanço Değeri

Muhasebe temelli değerleme yaklaşımı şirket değerini, varlıklardan yükümlülüklerin çıkartılması sonucunda bulunan özkaynak değeri ile tespit eden bir yaklaşımdır. Şirketin finansal durum tablosunda yer alan varlıklar ve yükümlülükleri arasındaki fark olarak tanımlanan *defter değeri*, *net defter değeri*, *net aktif değeri* ve *özsermaye* ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

Geleneksel bir yaklaşım türü olan bu yaklaşımda, şirket değerinin finansal durum tablosunda belli olduğu, bu tablodan görüldüğü kabul edilir. Durağan bir bakış açısını yansıtan bu

yaklaşım, paranın zaman değeri ve şirketin gelecekte elde edeceği gelirleri ile finansal tablolara yansımayan şirket değerini etkileyen diğer faktörleri de dikkate almamaktadır (Chambers, 2009: 200).

Bu yaklaşım şirket varlık ve yükümlülüklerinin muhasebede kayıtlı değerlerini veya düzeltilmiş defter değerinde olduğu gibi mevcut pazar değerlerini esas almak suretiyle, varlık ve yükümlülükleri bir bütün olarak değil, her bir varlığı teker teker değerleyip bu değer üzerinden özkaynak değerini hesaplamaktan ibarettir. Bu yaklaşım, işletme varlık ve yükümlülüklerinin toplamından daha farklı bir değer ifade eden ve muhasebe bilgilerinden hareketle değeri belirlenemeyen “*işletmenin sürekliliği (yaşayan şirket) değeri veya şerefiye*” olarak tanımlanan değeri tespit etme imkân tanımamaktadır.

TTK m. 641 gerekçesinde yer alan “*bilanço değeri*” kavramı da defter değeri ile özdeş bir şekilde şirket özkaynak değerini ifade edecek bir kullanılmıştır. TTK’ya göre bilanço değeri, TTK değerlendirme ilkeleri kapsamında hazırlanan finansal tablolardan hareketle tespit edilen özkaynak değeri olacaktır. Vergi kanunları uyarınca düzenlenen finansal tablolardan hareketle tespit edilen değer ise defter değeri olmakla birlikte, TTK’nın atıf yaptığı “*bilanço değeri*” olarak ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek bir yöntem olmayacaktır.

Muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımı içerisinde yer alan yöntemlerin gerçek değer tespitinde kullanılması için diğer yaklaşımların uygulanabilir olmaması veya bu yaklaşım sonucu bulunacak değer (örneğin, şirketin ilk kuruluş aşamasında olması gibi) şirket gerçek değerini yansıtabilecek bir potansiyeli olması gerekmektedir.

2.5. Ayrılma Akçesinin Gerçek Değerinin Belirlenmesinde Değerleme Yaklaşım ve Yöntemlerinin Tercihine Etki Edecek Unsurlar

Daha önce belirtilmiş olduğu gibi, ayrılma akçesini “*münhasıran*” değerleyecek bir yöntem yasal mevzuatta ve alanyazınında yer almamaktadır. Değer tespitine ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli bir duruma en uygun yöntemin seçilmesidir. Bu nedenle değerlendirme yöntem ve yaklaşımlarının seçim sürecinde asgari olarak;

- (a) değerlemenin koşulları ve amacı ile
- (b) belirlenen uygun değer esasları, ve
- (c) varsayılan kullanımların tespiti,
- (d) olası değerlendirme yaklaşım ve yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönlerinin belirlenmesi,

- (e) yöntemin varlığın niteliği ve benzer olaylarda kullanılan yaklaşımlar ve yöntemler bakımından uygunluğunun araştırılması, ve
- (f) yöntemlerin uygulanması için gereken güvenilir bilginin mevcut olup olmadığının dikkate alınması gerekmektedir (UDS, 2017: 41-42).

şirket değerinin ve ayrılma akçesinin değer yöntem ve yaklaşımlarına ışık tutabilecek ve muhasebe ve işletme alanyazınında bahsedilmiş olan karar, ilke ve bazı uygulamalardan aşağıda yer verilmiştir.

Avrupa Hukuku Yönünden

Bir şirket ortağının ortaklıktan ayrılması halinde ortağa verilecek tutarın belirlenmesinde İngiltere, Hollanda ve Belçika kanunları da değerleme yöntemleri hakkında emredici hükümler içermemektedir. Aktif pazarların bulunmadığı durumlarda pay değerleri, mevcut durumun şartlarına göre belirlenmektedir. Belçika uygulamalarında mahkemeler ya da uzmanlar birkaç değerleme yöntemini seçerek bunların ortalamasını almak yoluyla gerçek bir değere ulaşmaya çalışmaktadırlar. Mahkemeler durumun gerçeklerine, payı devreden ve alanın özelliklerine göre şirket değerinin belirlenmesi amacıyla değerleme yöntemleri arasında bir ağırlık faktörü de kullanabilmektedirler (Delang, 2015: 463).

Alman Yargıtay'ı, -ayrılma payının değerlenmesinde- bir değerleme yaklaşım veya yöntemini diğerine tercih etmemektedir. Buna rağmen Yüksek Mahkeme'nin ayrılma paylarının değerlenmesinde -gelir yaklaşımı altında- genelde indirgenmiş nakit akışları (İNA) yöntemine başvurmaktadır. Bu yöntem ayrılma akçesinin değerlenmesi ile ilgili olarak Alman yargı sisteminde en fazla başvurulan yöntemdir. Yine de Yüksek Mahkeme, yerel mahkemeler tarafından ayrılma akçesinin değerlenmesinde olayın gerçek mahiyetine uygun değerleme yaklaşım ve yönteminin tercih edilmesinin önünü açık bırakmaktadır (De Vries, 2010:178).²⁷ Hem Kıta Avrupası hem de Anglo Sakson uygulamalarında ayrılma payının değeri konusunda tek bir yaklaşım veya yöntem uygulanmamaktadır.

²⁷ Gerçek değer davalarında tek bir değerleme yöntemi kullanılmıyor olsa da ABD'deki çoğu mahkeme İNA yöntemini tercih etmektedirler (Slee, 2004:107).

ABD hukuku açısından

Gerçek değer davalarında tek bir değerleme yöntemi kullanılmıyor olsa da ABD’deki çoğu mahkeme İNA yöntemini tercih etmektedirler (Slee, 2004:107). Ancak, gelir yaratmayan ve nakit akışları güvenilir bir şekilde tespit edilemeyen veya yeni kurulmuş şirketlerin değerlemesinde ise gelir yaklaşımı -İNA yöntemi- kullanılamayacaktır. ABD Delaware Eyaleti’nde mahkemeler gelir ve pazar yaklaşımı ile defter değerini de dikkate almak suretiyle bu üç yaklaşıma göre bulunak değerlerin ortalamaları almak suretiyle bir “pay satım değeri” tespit etmekteydiler. Son yıllarda bu uygulamadan “basitçe alınan ortalamaların” gerçek değeri yansıtmadığı varsayımı ile bu uygulamadan vazgeçmişlerdir.

SPK uygulamaları açısından

Üç yaklaşıma göre bulunan değerlerin basit ortalamanın alınması suretiyle yapılan değerleme, halka açık şirketlerin genelde iştiraklerini değerlemek üzere SPK’ya tabi şirketlerce uygulanmaktadır. SPK işlemlerinde alım-satım veya ayrılma akçesi gibi hususlarda bir değer belirlenmesinden ziyade iştiraklerin finansal tablolarda yer alan değerler tespit edilmektedir. Bu nedenle ortalama değerler alınmasında, doğrudan etkilenecek bir taraf bulunmamaktadır.

Uluslararası değerleme standartları açısından

Değerlemede yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, “zellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede güvenildiği hallerde, değerlemeyi yapanların bir varlığın değerlemesi için birden fazla değerleme yöntemi kullanması gerekmez. Ancak, değerlemeyi yapanların çeşitli yaklaşım ve yöntemleri de göz önünde bulundurması gerekli olup, tek bir yöntem ile güvenilir bir karar için yeterli bulgu veya girdinin mevcut olmadığı hallerde, bir değerin belirlenebilmesi amacıyla birden fazla değerleme yaklaşımı veya yöntemi kullanılabilir”(UDS, 2017: 42).

Türk hukuk sistemi açısından

Yargıtay kararlarında ve bilirkişi raporlarında büyük bir çoğunlukla VUK’a göre bulunan “defter değeri” üzerinden ayrılma akçesi hesaplanmıştır. Son bir Yargıtay kararında ise yaşayan şirket değerinin ayrılma akçesinin tespitinde dikkate alınması gerektiği yönünde bir belirleme var. Ülkemizde (ABD’de olduğu gibi) halka açık olmayan şirketlerin birleşmelerinde oluşan değerler veya satın alma işlemlerinde gerçekleşen verileri ve finansal tabloları bulunmadığından bir sektöre, bir şirkete yapılan bir değerleme sonrasında çalışma yapma imkanı bulunmamaktadır.

Her bir şirketin, her olgunluk düzeyinde farklı değerleme yaklaşımları ile değerlenmesi gerekiyor. Sadece ilk kuruluş aşamasında defter değeri ile geręek değer birbiri ile örtüşmektedir. Temel iki varsayım olan yaşayan şirket (işleyen teşebbüs) varsayımı ile tasfiye varsayımı, geręek değerde kullanılabilir değerleme yaklaşımlarını sınırlandırmaktadır. Ancak bazı şirketlerin tasfiye değerlerinin yaşayan şirket değerinin üzerinde olabileceğine dair alanyazınında belirlemelere rastlanıldığından, bu hususta bile kesin bir önermeden kaçınılmıştır. Standart yayınlayan kuruluşlar veya alanyazınında katkı sağlayan bazı yazarlar da geręek değeri belirlemek için tek bir değer esası, yaklaşımı veya yöntemi önermemektedirler.

Yukarıda yer alan açıklamalardan hareketle ayrılma akęesinin geręek değerinin tespitinde öncelikli olarak şirketin geręek değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Geręek değer tespitinde şirketin varlıklarını en iyi yansıtacak değerleme yöntemlerinin değil, şirketin bütün olarak değerlenmesi için şirket ekonomik faaliyetlerine ve varlık yapısına en uygun değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin tercih edilmesi gerekir. Belirli bir yöntemle bulunacak değer, geręek değeri yansıtabileceği gibi, tarafların istemine göre birden fazla değerleme yaklaşım ve yöntemi ile tespit edilen değerlerin ağrılıklandırılmış ortalamaları alınarak da daha geręekçi bir değere ulaşılabilecektir.

Bu makalede tek bir değer esası, yaklaşım veya yönteminin önerilmesi “değerlemenin aşırı sübjektif” olması ve her bir şirket için her bir değerleme zamanında farklı değerleme yaklaşımları ile değerlenebileceğinden sabit bir değerleme yaklaşımı önerilmemiştir.

3. AYRILMA AKĘESİNİN TESPİTİ AMACIYLA YAPILAN BİR UYGULAMA

Uygulama açısından kimya sektöründe faaliyette bulunan bir şirket değerlenmiştir. Öncelikli olarak VUK’a uygun düzenlenen finansal tabloları TMS/TFRS’ye çevrilmiş ve gelir ve pazar yaklaşımlarına uygun finansal verileri mevcut olduğundan bu yaklaşımlara göre de değeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Limited şirketten yaşlılık ve sürekli hastalığı nedeniyle çıkmak isteyen ve bu istemi ortaklar genel kurulunca kabul edilen bir ortağın ayrılma akęesinin geręek değeri için aşağıdaki gibi bir değerleme çalışması yapılmıştır.

Değerlenecek şirket tekstil kimyasalları ile endüstriyel hammadde üretimi alanlarında faaliyette bulunmaktadır. şirket merkezi İstanbul olup, Gebze/Kocaeli’nde üretim tesisi, İzmir’de ise bir satış ofisi bulunmaktadır. Merkez ve İzmir satış ofisi kiralık, fabrika binası ise

şirket mülkiyetindedir. Değerleme tarihi itibariyle şirket esas sermayesi 2.823.000 TL olup, ayrılacak ortağın şirketteki payı % 12,50'dir. şirkette imtiyazlı paylar bulunmamaktadır. Değerlemede 31.12.2017 tarihi ile sona eren hesap dönemindeki finansal tabloların temel alınacağı kararlaştırılmıştır.

3.1. Uygulamada Kullanılan Yöntemler

şirketin gerçek değerinin tespitinde gelir yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi ve pazar yaklaşımı kapsamında borsadaki kılavuz işlemler yöntemi tercih edilmiştir. TTK m. 641 gerekçesinde yer alan *bilanço değeri* ise bütün değerleme çalışmalarında tespit edilmesi gereken muhasebe temelli değerleme yöntemidir. Öncelikli olarak VUK'a uygun düzenlenen finansal tabloları TMS/TFRS'ye çevrilmiş ve gelir ve pazar yaklaşımlarına uygun finansal verileri mevcut olduğundan bu yaklaşımlara göre de değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle değerleme çalışmasında kullanılan değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanım gerekçeleri aşağıda açıklanmıştır.

3.1.1. Bilanço (Düzeltilmiş Defter Değeri) Yöntemi: TTK m. 641'e göre, ayrılma akçesinin gerçek değeri en azından "*bilanço değeri*" olacaktır. Gerçek değer, diğer değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile tespit edilemezse ve/veya bulunacak değerler bilanço değerinden daha düşük değerlere sahip olması halinde, bilanço değeri ayrılma akçesinin gerçek değeri olarak alınacağı için çalışmada bu değerin de tespit edilmesi gerekmektedir. Bu değer tespit edilirken, TTK değerleme ilkeleri kapsamında TMS/TFRS veya Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standartları (BOBİ FRS)'na uygun olarak düzenlenen finansal tablolar dikkate alınmıştır.

3.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Gelir yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi, bir varlığın sahibi için gelecekte elde edeceği gelir kapasitesinin tahmini ile şirket değerinin tahmin edilmesi olduğu ve değerlenecek şirketin İNA yöntemine uygun finansal verilere sahip olması nedeniyle çalışmada bu yöntem tercih edilmiştir. İNA yöntemi içerisinde ise "*şirkete olan serbest nakit akışları*" yöntemi uygulanarak, bir bütün olarak şirket değeri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bu yöntemle, maddi varlıklar ile maddi olmayan varlıkların bir bütün içerisinde değerlenmesini, değerlemede özellikle finansal tablolarda yer almayan maddi olmayan varlıklardan elde edilecek gelirlerin de şirket değerine yansıtılabilecek olması nedeniyle bu yöntem tercih edilmiştir.

İNA, cari dönemde nakit akışları pozitif olan, gelecek dönemlerdeki nakit akışları kolaylıkla tahmin edilebilen ve uygun iskonto oranının belirlenmesinde risk değişkenlerini kullanabilen

şirketler için daha başarılı sonuçlar verebilmektedir. şirketin projeksiyon dönemlerdeki nakit akışlarının tahmini sağlayacak geçmiş yıllara ait finansal verilerinin bulunması, iskonto oranının tahmini ve yöntem için gerekli diğer oranların elde edilebilmesi nedeni ile İNA yöntemi tercih edilmiştir.

3.1.3. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi: Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Pazar yaklaşımı temelinde borsadaki kılavuz emsaller yöntemi ve karşılaştırılabilir işlemler yöntemi en yaygın kullanım alanlarına sahiptir. Ülkemizde halka açık olmayan şirket verilerinin karşılaştırma açısından kullanılmak üzere yayımlandığı herhangi bir veri tabanı bulunmadığından, Borsa İstanbul'da halka açık olmakla birlikte KOBİ niteliğindeki sanayi şirketlerinin oluşturduğu BİST KOBİ Sanayi endeksinde yer alan 21 şirketin değerleme tarihindeki verileri esas alınmıştır.

Benzer şirket, değerlenecek şirkete pozitif nakit akışları, büyüme potansiyeli ve risk düzeyi açısından benzer özellikler taşıyan şirkettir. Genelde aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerin benzer büyüme, risk ve nakit akışları profiline sahip olduğu varsayılır. Ancak, Borsa İstanbul'da yer alan kimya şirketlerin finansal verileri yerine, BİST KOBİ Sanayi endeksinde yer alan şirketlerin finansal verileri ile değerleme yapılan şirket finansal verilerinin benzerliği nedeniyle değerlemede bu endekste ki şirket verileri tercih edilmiştir.

şirketin faaliyet konusu, finansal verileri, üretim kapasitesi, üretim için gerekli donanım, lisans, bilgi, deneyim ve müşteri portföyüne sahip olması, şirketin KOBİ Sanayi endeksindeki halka açık şirketlere benzer özellikler taşıması ve finansal yapısı nedeniyle değerleme çalışmasında pazar yaklaşımı kapsamında borsadaki kılavuz işlemler yöntemi tercih edilmek suretiyle benzer şirketlerin arpanları kullanılmış ve şirketin pazar değeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

3.2. Değerleme Sonuçları

Yukarıda şirket'in değer tahmini açısından kullanılacak yöntemlerin şirket'in finansal verilerinden hareketle bulunan sonuçlar aşağıda başlıklar halinde açıklanmıştır.

3.2.1. Bilanço (Düzeltilmiş Defter) Değerine Göre Bulunan şirket Değeri: Düzeltilmiş defter değeri yöntemi kapsamında TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bilanço değerinin belirlenmesi amacıyla TTK m. 78 ila 88 hükümleri kapsamında şirketin finansal tablolarında gerekli düzeltmeler yapılmak suretiyle TMS/TFRS'ye uygun finansal tablolara çevrilmiştir. Bu şekilde, defter değerindeki düzeltme gerekliliği ile TTK'nın değerleme hükümlerine

uygun finansal tabloları oluşturularak özkaynak değeri hesaplanmıştır. Şirket'in VUK'a göre defter değeri ve TMS/TFRS'ye göre düzeltilmiş defter değeri aşağıdaki gibi tespit edilmiştir.

Şirket'in Defter Değeri (VUK'a Göre)		Şirket'in Düzeltilmiş Defter Değeri (TTK'ya Göre) -TMS/TFRS'ye Göre Hazırlanan Finansal Durum Tablosunda Yer Alan Değerler-	
Varlıklar	34.142.210	Varlıklar	43.196.507
Borçlar	25.988.880	Borçlar	26.869.649
zkaynaklar (Defter Değeri)	8.153.330	zkaynaklar (Düzeltilmiş Defter Değeri)	16.326.858

3.2.2. İndirgenmiş Nakit Akışlarına Göre Bulunan Şirket Değeri: İNA yöntemi hesaplamalarında projeksiyonlar nominal nakit akışları ve TL üzerinden yapılmıştır. Şirket'in son beş yıllık net satış, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve esas faaliyet krına ait tarihsel veriler aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu	2013	2014	2015	2016	2017	Ortalama (%)
Net Satışlar	22.371.497	24.495.111	26.254.538	32.146.926	45.225.769	
Satılan Malın Maliyeti	15.057.349	15.826.198	18.545.649	23.292.649	34.494.411	
SMM/Satışlar	% 67,30	% 64,60	% 70,60	% 72,50	% 76,30	% 70,30
Brüt Kâr	7.314.148	8.668.912	7.708.888	8.854.277	10.731.358	
Faaliyet Giderleri	5.281.703	6.329.815	7.128.453	6.977.580	7.844.340	
ARGE Giderleri (AR-GE)	43.931	71.453	117.407	117.407	117.407	
ARGE/Satışlar	% 0,20	% 0,30	% 0,40	% 0,40	% 0,30	% 0,30
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.(PSD)	2.913.693	3.390.473	3.952.983	4.544.876	5.418.696	
PSD/Satışlar	% 13,00	% 13,80	% 15,10	% 14,10	% 12,00	% 13,60
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	2.324.079	2.867.889	3.058.064	2.315.298	2.308.238	
GYG/Satışlar	% 10,40	% 11,70	% 11,60	% 7,20	% 5,10	% 9,20
Faaliyet Kâr Marjı	% 9,10	% 9,50	% 2,20	% 5,80	% 6,40	% 6,60
Esas Faaliyet Kârı (EFK)	2.032.445	2.339.098	580.435	1.876.696	2.887.018	

Projeksiyon Dönemi: Nakit akışlarının tahmini 2018-2027 yılları arasındaki 10 yılı kapsamaktadır. 10 yıllık projeksiyon dönemi sonrasında da şirketin serbest nakit akışlarının yıllık % 5 büyüyeceği varsayılmıştır.

Satışlarının Tahmini: şirketin önceki beş yıllık dönemdeki yatırım tutarı, bir dönem haricinde bulunmamaktadır. Yönetim, mevcut üretim kapasitesinin artırılması yönünde bir planlamalarının bulunmadığı ve hammadde alış ve satışlarının dövizle endeksli olması nedeniyle satışlarının döviz kurları ve enflasyon oranında artabileceğini belirtmiştir.

Değerleme tarihi itibariyle 2018 yılı için yıllık enflasyon oranının % 13 olacağı (www.tuik.gov.tr: 2018) ²⁸ izleyen yıllarda ise azalarak beşinci yılsonunda ortalama % 5 olacağı tahmin edilmiştir. Satışlara ilişkin tahminler aşağıdaki gibi yapılmıştır.

Dönemler	2018	2019	2020	2021	2022
Net Satışlardaki Büyüme (%)	% 13	% 11	% 9	% 7	% 6
Net Satışlar	51.105.119	56.726.682	61.832.083	66.160.329	70.129.948
Dönemler	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlardaki Büyüme (%)	% 5	% 5	% 5	% 5	% 5
Net Satışlar	73.636.446	77.318.268	81.184.182	85.243.391	89.505.560

Satışların Maliyeti ve Faaliyetlere Ait Giderlerin Tahmini: şirket yönetimi, mevcut planlamaları içerisinde maliyetleri ve giderleri düşürmek için etkin bir yönetim çalışmasında bulunmadıklarını, bazı dönemlerde bu maliyet ve giderlerin beklenilenden daha yüksek gerçekleştiğini ifade etmiştir. Bu nedenle şirket'in 2018-2027 dönemleri arasındaki maliyetlerini ve faaliyet giderlerini tahmin ederken, önceki beş yıllık dönem maliyet ve gider ortalamaları dikkate alınmıştır.

Dönemler	2018	2019	2020	2021	2022
Satışların Maliyeti	35.904.605	39.878.857	43.467.954	46.510.711	49.301.354
ARGE Giderleri (AR - GE)	159.456	176.257	192.121	205.569	217.903
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (PSD)	6.954.507	7.719.502	8.414.257	9.003.255	9.543.451
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	4.706.820	5.224.570	5.694.782	6.093.416	6.459.021

²⁸ Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK), **Tüketici Fiyat Endeksi, Mayıs 2018**, "TÜFE'de (2003=100) 2018 yılı Mayıs ayında bir önceki aya göre %1,62, bir önceki yılın Aralık ayına göre % 6,39, bir önceki yılın aynı ayına göre % 12,15 ve on iki aylık ortalamalara göre % 11,10 artış gerçekleşti."

Söz konusu oran, yılsonu enflasyonun beklentilerinin daha yüksek olacağı beklentisi ile çalışmada % 13 olarak alınmıştır.

Esas Faaliyet Kârı (EFK)	3.379.730	3.727.495	4.062.969	4.347.377	4.608.220
Dönemler	2023	2024	2025	2026	2027
Satışların Maliyeti	51.734.300	54.321.015	57.037.065	59.888.919	62.883.365
ARGE Giderleri (AR - GE)	228.798	240.238	252.250	264.863	278.106
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (PSD)	10.020.623	10.521.654	11.047.737	11.600.124	12.180.130
Genel Yönetim Giderleri (GYG)	6.781.972	7.121.071	7.477.124	7.850.981	8.243.530
Esas Faaliyet Kârı (EFK)	4.870.752	5.114.290	5.370.004	5.638.505	5.920.430

Vergi Oranı: Kurumlar vergisi oranı 2018, 2019 ve 2020 yılları için geçici olarak artırılmış olduğundan bu yıllar için % 22, izleyen yıllar için % 20 oranı dikkate alınmıştır.

Tarihsel İşletme Sermayesi: Şirket'in tarihsel verilerine dayalı işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki gibidir. Şirket'in 2013-2017 yılları arasındaki Net İşletme Sermayesi / Satışlar oranları ortalaması % 52 olarak gerçekteleşmiştir.

Yıllar	2013	2014	2015	2016	2017
Ticari Alacaklar	8.110.907	8.540.959	11.135.013	12.973.237	20.298.494
Stoklar	4.186.920	5.148.478	7.720.236	8.096.028	11.264.430
Diğer Dönen Varlıklar	17.896	31.788	77.047	23.463	26.646
Ticari Borçlar	866.902	1.041.327	4.277.583	3.699.663	7.839.355
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	14.545	14.741	9.360	42.662	224.373
Net İşletme Sermayesi	11.434.276	12.665.157	14.645.353	17.350.404	23.525.841
Net İşletme Sermayesi /Satışlar	% 51,10	% 51,70	% 55,80	% 54,00	% 52,00
Net İşletme Sermayesi Değişimi	N/A	1.230.882	1.980.196	2.705.051	6.175.438

Beklenen Yatırım Harcamaları: Şirket'in tarihsel verilerinde yer alan yatırım tutarlarında düzenli bir yatırım harcaması bulunmamaktadır. Sadece 2015 yılında 504.021 TL tutarında sabit sermaye yenilemesi yapılmıştır. Şirket yönetimi, yakın gelecekte yeni bir yatırım planlamadıklarını, mevcut kapasiteyi korumak amacıyla yıllık ortalama 100.000 TL tutarında makine ve ekipman yenilemesi yapılabileceği belirtilmiştir. Bu öngörülen yatırım harcamaları da, 2018 yılı için 100.000 TL olarak alınmış, izleyen yıllar öngörülen harcama tutarları ise satışlarda kullanılan değişim oranları kadar artırılmıştır. Amortisman tutarlarında, yatırım tutarlarındaki değişime uygun olarak bir artış tahmin edilmiştir.

Sermaye Maliyetinin Hesaplanması: Şirket'in tarihsel verilerine dayalı sermaye yapısı aşağıdaki gibi olup, borç/öz kaynak ve borç/toplam sermaye oranları düzenli bir artış göstermiŐtir.

Sermaye Yapısı					
Yıllar	2013	2014	2015	2016	2017
Kısa Vadeli Banka Borcu	6.050.230	2.243.825	6.660.470	10.306.430	16.366.110
Uzun Vadeli Banka Borcu	8.642	3.072.800	2.094.554	749.135	0
Öz kaynaklar	7.155.653	8.628.467	7.256.411	7.663.357	8.153.331
Toplam Sermaye	13.214.524	13.945.092	16.011.436	18.718.922	24.519.440
Borç/Öz kaynak	0,85	0,62	1,21	1,44	2,01
Borç/Toplam Sermaye	% 45,85	% 38,13	% 54,68	% 59,06	% 66,75

İskonto Oranı: Değerleme çalışmasında iskonto oranı olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti “borçlanma maliyeti x (1-vergi oranı) x borcun toplam pasife oranı + öz sermaye maliyeti x özsermayenin pasife oranı” formülünden yararlanılarak hesaplanmıŐtır. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise finansal varlık fiyatlama modeli kullanılmıştır. Bu modele göre öz sermaye maliyeti, “risksiz faiz oranı + pazar risk primi x beta” formülünden yararlanılarak hesaplanmıŐtır.

Risksiz faiz oranı ise, değerleme tarihinde geçerli olan 10 yıllık Türkiye Hazinesi Yıllık Verimi olan % 16,29 oranı (<https://www.bloomberght.com>: 2018) esas alınmıştır. Borçlanma maliyeti, Şirketin mevcut koŐullarda TL cinsinden borçlanması durumunda katlanması gereken faiz yükünü ifade eder. Ancak devlet tahvillerine uygulanan gösterge faiz üzerinde bir ek getiri oranı ile Şirket borlanacağından bu oranın üstüne % 0,02 oran eklenmek suretiyle Şirket'in borçlanma maliyeti tespit edilmiştir.

Pazar risk primi, Ekonomik Kalkınma ve İŞbirliği Örgütü, (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD) tarafından (www.oecd.org: 2018) yayımlanan ülke risk primi % 5 olarak dikkate alınmıştır.

Beta değeri, sistematik riskin göstergesi olarak ifade edilen beta değerinin belirlenmesinde açısından halka açık olmayan olan Şirketlerde ve ilk halka arz edilen Şirketlerde genelde uygulanan 1,00 oranı esas alınmıştır.

Sermaye Maliyeti = Borç Maliyeti x Borç / Toplam Sermaye Oranı x (1- Vergi Oranı) + Öz kaynak Maliyeti x (1- Borç / Toplam Sermaye Oranı) formülünden hareketle,

Sermaye Maliyeti = % 18,29 x % 66,75 x (1-0,22) + % 21,29 x (1-% 66,75) = % 16,60 olarak hesaplanmıştır.

Sermaye Maliyeti	
Borç Maliyeti	18,29%
Özkaynak Maliyeti	21,29%
Sermaye Maliyeti	16,60%
Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Faiz Oranı (rf)	16,29%
Beta	1,00
Pazar Risk Primi (rm-rf)	5,00%
Özsermaye Maliyeti (k_E)	21,29%

şirkete olan serbest nakit akışlarının bugünkü değeri ile devam eden değerin bugünkü değeri toplamına şirketin nakit mevcudu eklenmesi ile şirket değeri 13.274,681 TL olarak bulunmuş, bu değerden net finansal borçların dūřülmesi ile aşağıdaki şekilde şirket değeri tespit edilmiştir.

şirketin Faaliyet Varlıklarının Değeri	13.206.622
+Nakit Mevcudu ve Faaliyet Dışı Varlıklar	68.059
şirket Değeri	13.274.681
-Finansal Borçlar (Net Borç)	16.298.050
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri (TL)	-3.023.369

İNA yöntemine göre yapılan ve şirkete olan serbest nakit akışlarının tahminine yönelik çalışma sonucunda, şirket sermayesinin dūřük, satış tutarlarının yüksek olması, sektördeki vadeli satışları karşılayabilmek amacıyla kısa vadeli borçlanmanın yüksek olduğu, alıcılar ve satıcılar hesapları ile şüpheli ticari alacakların da yüksek olması nedeni ile şirketin projeksiyon dönemi itibariyle dış finansmana mevcut durumdan daha fazla ihtiyaç duyacağı sonucu çıkmıştır. Mevcut finansal borçlarının yüksek olması nedeni ile şirketin özkaynak değeri negatif bir değere sahiptir.

3.2.3. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemine Göre Bulunan şirket Değeri: şirket değerlemesi için genelde kullanılan birçok karşılaştırma birimi arasından en çok kullanılan çarpanlar içerisinden Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, Fiyat/Satış Oranı (F/S) çarpanı, defter değeri çarpanı ile FAVÖK çarpanı gibi çarpanlar esas alınmak ve Borsa İstanbul KOBİ Sanayi endeksinde yer alan şirketlerin cari çarpan değerlerinin (www.isyatirim.com.tr: 2018)

ortancaları (medianları) esas alınmak suretiyle şirketin pazar değeri aşağıdaki gibi tespit edilmiştir.

şirketin Finansal Verileri	
Net Satış	45.225.769
Özkaynaklar	16.326.858
FAVÖK	3.113.845
Net Kâr	-139.207
Net Borç	16.298.050

Çarpanlar	F/K	FD/FAVÖK	FD/S	PD/DD
BİST KOBİ Sanayi Endeksindeki şirketlerin Çarpan Değerlerinin Ortancaları	19,3	13,5	2,0	1,3
Pazar Değeri	-2.686.695	25.738.854	71.892.199	21.224.915
Ağırlık	% 0,00	% 0,50	% 0,00	% 0,50
Tahmini Piyasa Değeri				23.481.885

şirket'in TMS/TFRS'ye göre düzenlenen gelir tablosuna göre ilgili dönem faaliyetleri zararlı sonuçlandığından F/K çarpanı ile yapılan değerleme sonucu negatif değere sahiptir. Diğer taraftan VUK'a göre hazırlanan finansal tablolardan hareketle oluşacak F/K değeri ise şirketin düzeltilmiş defter değerinden daha düşük tutarda bir değere sahip olması nedeni ile değerlemede dikkate alınmamıştır.

Borsadaki kılavuz emsaller yöntemine göre, şirket finansal verileri BİST KOBİ Sanayi endeksindeki şirketlerin çarpanlarının ortancaları alınması suretiyle tespit edilmiş, F/K ve FD/S, şirketin mevcut finansal durumu kapsamında anlamsız değerler ürettiğinden, FD/FÖVÖK ve PD/DD değerlerine % 50 ağırlık verilmek suretiyle şirketin pazar değerinin 23.481.885 TL olacağı sonucuna varılmıştır.

3.3. Ayrılma Akçesinin Hesaplanan Değeri

Değerlemede şirketin faaliyet yapısına en uygun yöntemler belirlenmiş çalışılmış ve değerleme çalışması yukarıdaki gibi yapılmıştır. Üç yaklaşım ve bu yaklaşımların içerisinde tercih edilen yöntemlere göre bulunan şirket değerine aşağıdaki tablodaki gibi ulaşılmıştır.

Değerleme Yaklaşımı	Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ayrılma Akęesi Değeri
Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı (TTK m. 641'e göre Bilanço Değeri)	Düzeltilmiş Defter Değeri (Finansal Tabloların VUK'tan TMS/TFRS'ye çevrilmesi ile defter değerleri düzeltilmiŐtir)	16.326.858	2.040.857
Gelir Yaklaşımı	İndirgenmiş Nakit AkıŐları Yöntemi (Şirkete Olan Serbest Nakit AkıŐları)	Uygulanamaz	Uygulanamaz
Pazar Yaklaşımı	Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	23.481.885	2.935.235

Ayrılma sözleşmesinde, ayrılan ortağın ayrılma akęesinin tespiti açısından herhangi bir değerleme yaklaşım ve yöntemi belirlenmemiŐ, bu kapsamda çalışma sonucunda farklı değerleme yaklaşımlarına bulunan değer tahminleri, ayrılmaya taraf olanlara nihai değerin tespiti için raporlanmıŐtır. Şirket gerçek değeri bilanço değerinden başka bir değerleme yaklaşımı ile değerlenebildiği ve bulunan bu değerin bilanço değerinin üzerinde bir değer olduğundan, değerleme çalışması sonucunda pazar yaklaşımına göre bulunan değerinin Şirket gerçek değeri olarak kabul edilerek ayrılan ortağın Şirketteki payına oranla ayrılma akęesinin hesaplanması gerekmektedir. Yukarıdaki tabloda yer aldığı üzere ortağın ayrılma akęesinin gerçek değeri olarak 2.935.235 TL tespit edilmiştir.

Tespit edilen değer, ayrılmaya taraf olan Şirket ile ayrılan ortağın ayrılma akęesinin ödenecek değeri hakkında bir tutar belirlemekten ibarettir. Taraflar, ayrılma akęesinin Şirket kaynaklarından ödenebileceğine karar verebileceği gibi ayrılan ortağın payının Şirket ortakları veya üçüncü kiŐi tarafından satın alınması yolu ile de ödenebileceğini kararlaŐtırabilirler. Ödeme seğenekleri ve vadesine göre de ödenecek tutar tarafların anlaşmalarına bağlı olacaktır.

4. SONUÇ

Limited Şirketten ıkma ve çıkarılma durumunda ayrılan ortak, Şirkete getirdiği katılma payına denk gelen tutardaki bir ayrılma akçesini, ayrılma anındaki Şirket değeri üzerinden isteme hakkına sahiptir. Ayrılma akçesinin değerinin tespitinde “gerçek değer” TTK’da tanımlanmadığından bu değer, değerleme alanyazınında yer alan genel kabul görmüş değerleme yaklaşım ve yöntemleri ile belirlenebilir. Bu belirleme ve/veya belirlemede kullanılacak yaklaşım ve yöntemler Şirket esas sözleşmesi ile kuruluş aşamasında, ayrılma sözleşmesi ile sonraki süreçte ayrılan ortak ile kalan ortaklar arasında ve ayrılan ortak ve Şirketin anlaşamadıkları durumda ise mahkeme tarafından belirlenecektir. Ayrılma akçesinin değerinin belirlenmesinde hangi yaklaşım ve yöntem kullanılırsa kullanılsın, ayrılan ortağın ayrılma akçesinin değerini TTK m. 641 gerekçesine göre, en azından “bilanço (düzeltilmiş defter) değerini” olacaktır. TTK m. 641 gerekçesinde yer alan bu ibare, ayrılma akçesinin değerinin “yaşayan Şirket (işleyen teşebbüs)” varsayımı altında değerlenmesi gerektiğine işaret etmektedir.

TTK madde ve gerekçe metinlerinden hareketle gerçek değerini; tasfiye değerinin üstünde bir değer olduğu, yaşayan Şirket varsayımı ile ayrılan ortağın payının maliyet, gelir, pazar (veya uygun durumlarda diğer) yaklaşımları gibi değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden biri veya uygun durumlarda birkaçı ile değerlenip ağırlıklandırılmış ortalamalarının alınarak değerlenmesi gerekir. TTK m. 641 gerekçesinden hareketle ayrılma akçesinin değerinin tespitinde defter değerini yöntemi haricindeki diğer değerleme yaklaşım ve yöntemlerinin kullanımının uygun olmadığı veya TTK m. 78’de atıf yapılan TMS/TFRS’de yer alan değerleme ilkeleri kapsamında düzenlenen finansal durum tablolarının Şirket değerini yansıtılabildiği durumlarda, bilanço (defter) değerinin gerçek değer olabileceği sonucuna varılmaktadır. Ancak, vergi kanunlarına uygun olarak düzenlenen finansal tablolara göre bulunacak bilanço değerini ise TTK tarafından atıf yapılan bilanço değerini ile bir ve aynı olmayacak, dolayısıyla gerçek değerini yansıtmayacaktır.

Yapılan uygulamada Şirket değerini en iyi Şekilde yansıtabilecek değerleme yaklaşımlarından gelir ve pazar yaklaşımları tercih edilmek suretiyle Şirket değerini tespit edilmeye çalışılmıştır. Gelir yaklaşımını kapsamında İNA yöntemine göre yapılan değerlemede, Şirketin projeksiyon dönemi itibariyle pozitif nakit akışları bulunmasına rağmen mevcut finansal borçlarının bulunan değerden düşülmesi sonucunda gelir yaklaşımına göre bulunan değer negatif bir değere sahip olmuştur.

Pazar yaklaşımı kapsamında ise borsadaki kılavuz emsaller yöntemi kullanılmış BİST KOBİ Sanayi endeksinde yer alan şirketlerin belirli çarpanlarının ortancaları esas alınarak şirket değeri tespit edilmiştir.

Görüşümüze göre, TTK'da “gerçek değer”e birçok maddede atıf yapılmış olmasına rağmen net olarak tanımlanmadığı için, her bir durumda gerçek değer, şirketin finansal yapısı ve diğer verileri doğrultusunda, benzer olaylara ve şirketlere uygulanabilen yaklaşım ve yöntemlerle, şirket değerinin ve bu değer üzerinden ayrılan ortağın esas sermayedeki payı oranında bir değerin tespit edilmesi gerekir. Gerçek değer tespitinde esas amaç, ayrılan ortağa belirlenen en yüksek şirket değeri üzerinden ayrılma akçesinin ödenmesi değil, ayrılan ve kalan ortakların menfaatlerinin hakkaniyetle korunması ve bu şekilde ortaklar arasında menfaat dengesini sağlayacak bir değerin tespit edilmesidir.

Gerçek değer belirli bir tarih için yapılan, değer tahmini olduğundan, her değerleme süreci de kendine münhasır özellikler taşıyacaktır. Örneğin, nakit akışlarının düşük olduğu dönemlerde şirket gerçek değeri için İNA yöntemi tercih edilmeyecek, bunun yerine pazar veya maliyet yaklaşımları tercih edilmelidir. Ancak farklı bir dönemde ise şirketin nakit akışlarının artması veya güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi durumunda ise İNA yöntemi şirket gerçek değerinin tespitinde kullanılabilir.

- Pazar yaklaşımı için varlıkların emsal değerinin tespit edilebileceği bir piyasanın varlığının bulunması,
- Gelir yaklaşımında şirketin nakit akışlarının olması ve güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi,
- Maliyet yaklaşımı açısından ise varlığın maliyetinin benzeri ile karşılaştırılması veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanabilir olması

gerekmektedir.

Gelir, pazar ve maliyet yaklaşımı veya değerleme alanyazınında mevcut diğer yaklaşım ve yöntemlere göre şirket gerçek değeri tespit edilemediği durumlarda ise gerçek değer bilanço değeri olacaktır.

Değerlemede kullanılacak değer yaklaşım ve yöntemleri, değerleme günü tercihi, finansal durum tablolarında düzeltme yapılması, pay değerinde indirim ve iskonto yapılması gibi tercihlerin haricinde durağan olmayan şirket değeri gibi gerçek değer de aynı varsayım ve tercihler altında farklı zamanlarda yapılacak değerlemelerde farklı değerleri ifade edecektir.

Görüldüğü gibi, ayrılma akçesinin gerçek değerinin belirlenmesinde kullanılabilen değerleme yaklaşım ve yöntemlerinden hangisinin kullanılabilen değişkenlik arz etmekte olup;

- değerleme tarihi,
- şirket ekonomik faaliyetleri ve
- şirket özkaynaklarına

bağlıdır.

KAYNAKÇA

ATAMAN Ümit, Halil Kibar, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, 1. Baskı, Türkmen Kitabevi, 1999.

AYBOğA, M. Hanifi, “*Mali Durum Tablosu ve Kuramsal Yapısı -Teori ve Türk Ticaret Kanunu Açısından İrdelenmesi-*”, **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 57, Ekim-Kasım-Aralık 2001, ss. 63-87.

BAYIRLI, Rıdvan; *Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama*, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006.

Bloomberg HT, **10 yıllık Türkiye Hazinesi Yıllık Verimi**, (Çevrimiçi: <https://www.bloomberght.com/tahvil/tr-10-yillik-tahvil>. Erişim Tarihi: 04.05.2018).

CHAMBERS, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, 2. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2009.

ÇELİK, Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, 4. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2016.

DAMADORAN, Aswath, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, Publishers Inc., Danvers, 2005, p. 54. DELANG, Nore, “*Minority Protection in Proceedings for the Settlement of Disputes Between Shareholders*”, **Sociology Study**, Vol. 5, No. 6, June 2015, pp. 452-468.

DAMADORAN, Aswath, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition**, John Wiley, New York, 2006,

DEMİR, Volkan, Oğuzhan BAHADIR, “*UFRS (TFRS)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı*”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, TÜRMOB- (Hakemli), Yıl: 7, Sayı: 23, Eylül 2007, ss. 65-79.

DEMİRKAPI, Ertan, **Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Limited Ortaklık Payının Devri**, Güncel Yayınevi, İzmir, 2008.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), **Country Risk Classification**, (Çevrimiçi:

<http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-historical-internet-english.pdf>, Erişim Tarihi: 07.05.2018)

FISHMAN, Jay E., Shannon P. PRATT and William J. MORRISON, **Standards Of Value: Theory And Applications**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2013.

GAUGHEY, Robert J. Mc, “*Business Breakups: Terminating Ownership Interests in Closely Held Businesses*”, Insights, Summer 2011, (Çevrimiçi: www.willamette.com. Erişim Tarihi: 12.03.2018).

GÖZÜYEŐİL, Fevzi Fırat, Limited Şirketlerde Ortağın Çıkması ve Çıkarılması, **Yayınlanmamıő Yüksek Lisans Tezi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2012.

İVGEN, Hünkar, **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003.

ÖZTÜRK DİRİKKAN, Hanife, **Limited Şirket Ortağının Ayrılması ve Ayrılma Payı**, Yetkin Yayınları, Ankara, 2005.

POROY, Reha, Ünal TEKİNALP ve Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar Hukuku I**, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2014.

POROY, Reha, Ünal TEKİNALP ve Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2017.

REZAAE, Zabihollah, **Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions: The Fair Value Approach**, II. Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, 2001.

SHISHIDO, Zenichi, “*The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations*”, **Fordham Law Review**, Volume: 62, Issue: 1, Article: 3, 1993, pp. 65-110.

SİPAHİ, Barıő, Serhat YANIK, Yusuf AYTÜRK, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016.

SLEE, Robert T., **Private Capital Markets**, John Wiley & Sons, New York, 2004.

SÖNMEZ, Yusuf Z., **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009.

ŐENER, Oruç Hami, **Limited Ortaklıklar Hukuku**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2017.

TAŐDELEN, Nihat, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Limited Şirketlerde Çıkma Çıkarılma ve Fesih**, 1. Baskı, Yetkin Hukuk Yayınları, Ankara, 2012.

Türk Dil Kurumu (TDK), Büyük Sözlük, (Çevrimiçi: http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.58f3.c56f.394461.91540282., Erişim Tarihi: 13.09.2017).

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), **Tüketici Fiyat Endeksi, Mayıs 2018**, (Çevrimiçi: <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27762>, Erişim Tarihi: 04.05.2018).

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 2017
<http://www.tdub.org.tr/Images/Uploads/UDS%202017.pdf>

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS), **Terimler Sözlüğü**, “Valuation”, 2014, (Çevrimiçi: <https://www.ivsc.org/standards/glossary>, Erişim Tarihi: 20.01.2018).

VRIES, Paull P. De, **Exit Rights Of Minority Shareholders In A Private Limited Company**, Kluwer, Deventer, 2010.

YILDIRIM, Ali Haydar, **6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Limited Ortaklığın Haklı Sebep Feshi**, Dora Yayınları, Bursa, 2013.

ZDEB, Michael J., “*Equitable Considerations in Dissent Appraisal and Oppression Valuation Proceedings Regarding Fair Value*”, (Çevrimiçi: <https://www.hklaw.com/publications/equitable-considerations-in-dissent-appraisal-and-oppression-valuation-proceedings-regarding-fair-value-part-two-02-14-2011/>, Erişim Tarihi: 11.02.2018).