

T. C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETMELERİN BİRLEŞMESİNDE
FİNANSAL ANALİZ
VE
BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ

(Doktora Tezi)

Nurhan AYDIN

ESKİŞEHİR, 1988

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ŞEKİLLER	VII
TABLOLAR	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERİN BÜYÜMELERİ

I. İÇSEL BÜYÜME	6
II. DIŞSAL BÜYÜME	7
A. Faaliyetlerin Birleştirilmesi ve Tam Kontrol Olmamakla Birlikte Tröstleşme İşbirliğine Gitme Şekilleri	7
1. Protokol	7
2. Kartel	8
3. Çıkar Grupları	8
4. Yönetim Grubu Üyelerinin Aynı Kişiler Olması	8

	<u>Sayfa</u>
B. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıklarını Koruyarak Oluşturduğu İşbirliği Şekilleri ..	9
1. Tröstler	9
2. Holdingler	9
C. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıklarının Ortadan Kaldırılarak Oluşturulan İşbirliği Şekilleri	10
1. Birleşmeler (Satın Almalar, Devralmalar)	10
III. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI	12
A. Yatay İşletme Birleşmeleri	13
B. Dikey İşletme Birleşmeleri	14
C. Karma Birleşmeler	14
IV. İŞLETMELERİN BİRLEŞME NEDENLERİ	18
A. Büyük Ölçekte Faaliyette Bulunmanın Sağlayacağı Faydalar	19
B. Çeşitlendirme	21
C. Büyüme	25
D. Finansal Nedenler	27
E. Vergi Avantajı	28
F. İşletme Başarısızlıkları	31
G. İyi Bir Yönetime Sahip Olma	35
İ. Rekabetin Azaltılması	36
K. Psikolojik Unsurlar	37
V. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İŞLETME BİRLEŞMELERİ	37
A. Amerika'da İşletme Birleşmeleri	38
B. Bazı Ülkelerde İşletme Birleşmeleri	40
C. Türkiye'de İşletme Birleşmeleri	45

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL ANALİZİ

I. İŞLETME DEĞERİ KAVRAMI	52
II. İŞLETME DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDEKİ NEDENLER ..	53
III. BİRLEŞMELERDE İŞLETME DEĞERİNE ETKİ EDEN NİTELİKSEL FAKTÖRLER	53
IV. BİRLEŞMELERİN PLANLANMASI	54
A. Büyüklük	57
B. Sermayenin Verimliliği	58
C. İşletmenin Güçlü Yönlerinden Yararlanma	58
D. İşletmenin Zayıf Yönlerini Güçlendirme	59
E. Gelirlerde İstikrarın Sağlanması	59
F. Etkin Denetim	59
G. Uygunluk	59
V. BİRLEŞİLECEK İŞLETMELERİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ	60
VI. FİNANSAL DEĞERLEME VE KULLANILAN YÖNTEMLER	64
A. Defter Değeri	66
B. Pazar Değeri	67
C. İşleyen Teşebbüs Değeri	70
D. Tasfiye Değeri	71
E. Gerçek Değer	72
F. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi	73
a. Nakit Akışlarının Tahmin Edilmesi	76
a.a. Satıcı İşletmenin Geçmiş Gelirleri ..	77
a.b. Faaliyette Bulunulan Sektörün Analizi	81
a.c. Gelecekteki Gelirlerin Tahmin Edilmesi	82
1. Nakit Akışları Yılda Yıla Değişmeyeceği Tahmin Edilen Durumlarda İşletme Değeri .	82

	<u>Sayfa</u>
2. Nakit Akışları Yılda Yıla Değişeceği Tahmin Edilen Durumlarda İşletme Değeri .	85
G. Hisse Senedi Başına Düşen Gelirlerin Analizi Yöntemi	97
1. Gelecekte Gelirlerde Beklenen Büyüme Oranlarının Farklı Olmasının Hisse Senedi Başına Düşen Gelire Etkileri	100
2. Fiyat/Gelir Oranlarının Farklı Olmasının Hisse Başına Düşen Gelire Etkileri	104
H. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemiyle Hisse Senedi Başına Düşen Kârın Analizi Yönteminin Karşılaştırılması	109
İ. Birleşme Görüşmelerinin Sınırları	110
VI. BİRLEŞMELERİN FİNANSMANI	115

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL ANALİZİNE TÜRKİYE'DEN BİR UYGULAMA

I. UYGULAMANIN AMACI VE UYGULANAN YÖNTEM	118
II. UYGULAMA YAPILAN ŞİRKETLERİN KISA TANITIMI ...	119
A. Lastik Sanayiinde Genel Durum	119
B. Birleşen Şirketlerle İlgili Bilgiler	120
III. BİRLEŞMENİN PLANLANMASIYLA İLGİLİ SORULAR VE DEĞERLEMELERİ	121
IV. BİRLEŞİLECEK ŞİRKETİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ .	124
V. FİNANSAL DEĞERLEME	125
A. Defter Değerine Göre Şirketlerin Değerleri .	125
B. Piyasa Değerine Göre Şirketlerin Değeri ...	127
C. Tasfiye Değeri	129
D. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemine Göre Şirketlerin Değerleri	129

VI

	<u>Sayfa</u>
g. Nakit Akışları (A Şirketi)	129
a.a. Cari Yıl Nakit Akışları	131
a.b. Geçmişteki Nakit Akışları	135
b. İskonto Oranının Belirlenmesi	137
1. Nakit Akışlarının Değişmeyeceği	
Varsayımına Göre A Şirketinin Değeri ...	139
2. Nakit Akışlarının Değişeceği Varsayımına	
Göre A Şirketinin Değeri	139
c. Nakit Akışları (B Şirketi)	144
c.a. Cari Yıl Nakit Akışları	146
E. Hisse Senedi Başına Düşen Gelirlerin	
Analizi Yöntemi	150
SONUÇ VE ÖNERİLER	151
YARARLANILAN KAYNAKLAR	159
EKLER	171
EK-I. ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME	
ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA	
AİT TABLO (HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=5 YIL) .	172
EK-II. ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME	
ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA	
AİT TABLO (HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=10 YIL) .	176

VII

ŞEKİLLER

<u>Şekil</u>	<u>Sayfa</u>
II-1. Birleşme-Satın Alma Faaliyetlerinin Planlama Süreci	56
II-2. Bir Birleşmeyle İlgili Değer Dizisi	72
II-3. İşletme Gelirlerinin Çeşitli Değişim Şekilleri	79
II-4. Büyüme Oranlarının Farklı Olmasının HBG'ler Üzerindeki Etkileri	103
II-5. F/G Oranlarının Farklı Olmasının HBG'ler Üzerindeki Etkileri	103
II-6. Değişim Oranının Sınırları	114

VIII

TABLolar

<u>Tablo</u>	<u>Sayfa</u>
I-1. Amerika'da Madencilik ve İmalat Sanayiinde Yapılan Birleşmeler	39
I-2. 1954-1969 Döneminde İngiltere'de Şirket Birleşmeleri	40
I-3. 1963-1969 Döneminde A.B.D. İngiltere ve Batı Almanya'da Şirket Birleşmeleri	44
II-1. Büyüyen Bir İşletmenin Değeri	88
II-2. M ve R İşletmesinin Gelir Tablosu	90
II-3. R'nin M İşletmesiyle Birleşmesi Durumunda En Muhtemel (g,P,T,f,w) Değerleri	92
II-4. R İşletmesi İçin Ödenebilecek Maksimum Fiyat	94
II-5. M İşletmesinin Birleşme Olmaksızın En Muhtemel Faaliyet Değerlemesi	95
II-6. M İşletmesinin Değeri	96
II-7. Farklı Büyüme Oranlarının HBG'ler Üzerine Etkileri	102
II-8. Farklı F/G Oranlarının HBG'ler Üzerine Etkileri	105

GİRİŞ

Büyüme, işletmelerce başarılması zorunlu bir olgudur. Büyümenin gerçekleştirilemediği işletmelerin varlıklarını devam ettirebilme şansı azalır. Dolayısıyla, büyümeden arındırılmış bir işletme düşünmek hemen hemen imkansızdır.

Büyüme mikro açıdan işletme için vazgeçilmez bir faktör olması yanısıra, makro açıdan, ülke kaynaklarının etkinliğini ve ülkenin refah düzeyini arttırmasıyla ilgili olarak ta üzerinde önemli durulması gereken bir unsurdur. Çağımız, bir bakıma "büyük işletmeler çağı" olarak ta tanımlanabilir. Araştırma ve geliştirmeye gereken önem verilerek teknolojik üstünlük sağlama, büyük miktarlarda üretim yapılarak birim maliyetleri düşürme gibi faaliyetler, genellikle büyük ölçekli işletmeler tarafından gerçekleştirilebilir.

Gerek ulusal, gerekse uluslararası düzeyde rekabet edilebilecek işletmeler, belirli büyüklüğe erişmiş işletmelerdir. Dolayısıyla, rekabet gücüne sahip, optimal işletme büyüklüklerine ulaşmanın bir yolu da işletmeler arasında yapılacak birleşmelerdir. Nitekim, günümüzde sadece ulusal sınırlar içinde değil, uluslararası boyutlarda da işletmeler arasında birleşmeler hızla artmaktadır.

Konu, hızlı bir biçimde ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek ve bir sanayi ülkesi olarak dışa açılmak amacıyla olan Türkiye için önemlidir. Bununla birlikte, Türkiye'de işletme birleşmeleri üzerinde fazla durulmamıştır. Batıda çeşitli yönleriyle pek çok bilimsel araştırmalarda incelenen, çok sayıda teze konu olan birleşmeler, Türkiye'de az sayıda eserde, genel olarak ele alınmıştır.

1980 sonrası uygulamaya konulan ekonomik politikanın da etkisiyle, işletmeler arasında sık sık yapılan birleşmeler konunun önemini arttırmıştır. Ülkemizde işletmelerin etkinliğini, rasyonelliğini arttırmada olduğu kadar, güçlük içinde bulunan işletmelerin bu güçlükten kurtarılmasında da önemli bir araç olarak kullanılabilecek işletme birleşmelerinin finansal analizi bu çalışmanın amacını oluşturmuştur. Bu amaçla yapılan çalışma üç temel bölümden meydana gelmektedir.

Birinci bölümde, genel olarak işletmelerin büyüme sırasında izleyebilecekleri başlıca büyüme yolları üzerinde durularak, işletme birleşmelerinin yeri ve önemi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu bölümde birleşmelerin sınıflandırılması, işletmelerin neden birleşmelerle büyümeyi tercih ettikleri ve çeşitli ülkelerde işletme birleşmeleri konuları ele alınmıştır.

İkinci bölümde, çalışmanın odak noktasını oluşturan işletme birleşmelerinin finansal analizi yer almaktadır. İşletmelerde değerlendirme sorunu ve işletme değerine etki etmekle birlikte rakamsal olarak ölçülemeyen niteliksel faktörler üzerinde kısaca durularak, işletme birleşmelerinin finansal analizinin aşamalarına geçilmiştir. Bu aşamalar, birleşmenin planlanması, birleşilecek adayın araştırılması ve seçimi, birleşilecek işletmenin değerinin saptanması gibi üç ana başlıkta incelenmiştir.

Finansal analizin en önemli kısmını işletme değerinin belirlenmesinin oluşturması nedeniyle, işletme değeri-

rinin belirlenmesi, özellikle, kapsamlı olarak incelenmiştir. Çeşitli işletme değerleri kavramlarıyla, birleşmelerde bu değerlerin önemi vurgulanmıştır. Günümüzde işletme değerini verebilecek en gerçekçi yöntem olarak kullanılan iskonto edilmiş nakit akışları yönteminin çeşitli varsayımlar altında analizi yapılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, diğer bölümlerde kuramsal olarak ele alınan işletme birleşmelerinin finansal analizinin Türkiye koşullarında uygulanış biçiminin tespiti ve ülkemiz koşullarında nasıl bir değerlendirme yapılabileceğinin ortaya konulması amaçlanmıştır. Bu amaçla çeşitli birleşmiş işletmelerle temas kurulup, finansal analizinin daha detaylı yapılabileceği iki büyük şirket birleşmesi örnek olarak alınmıştır.

Sonuç kısmında ise, konunun genel bir değerlemesi yapılarak, bazı öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERİN BÜYÜMELERİ

Güntümüzde işletmelerin ortak amacı, ekonomik büyüme-
yi gerçekleştirerek işletme değerini, diğer bir deyişle,
ortaklarının servetini arttırmaktır (1). İşletme değe-
rini maksimum yapmanın en önemli aracı, kârın maksimum-
laştırılmasıdır. Bununla birlikte kâr amacı tek amaç
olamaz. İşletmeler beklenen kârlılık hedeflerine gerekli
güvenlik ve diğer yan koşulların da sağlanmasıyla ulaş-
mayı amaçlarlar (2). Ekonominin çekirdeğini oluşturan
tek tek işletmelerin, diğer kararlarında olduğu gibi, bü-
yüme kararlarında da bu şekilde davranmaları içinde yer
aldıkları toplumun refahını arttıracaktır.

Gerek makro gerekse mikro açıdan önemli bir olgu
olan büyüme, işletmelerce çeşitli yollarla sağlanabilir.
Literatürde işletmelerin büyüme biçimleri genel olarak
iki kategoriye ayrılmaktadır (3).

I. İÇSEL BÜYÜME

İçsel büyüme, işletmelerin normal çalışma süreçleri
sonunda oluşturdukları ya da dışarıdan sağladıkları fon-

-
- (1) Robert W. JOHNSON ve Ronald W. MELICHER, Financial Management (Boston: Allyn and Bacon, Inc., 1982), s.629.
 - (2) Doğan BAYAR, Endüstri İşletmelerinde Finansal Planlama (Eskişehir: E.İ.T.İ.A., Yayın No.: 48-19, 1967), s.37.
 - (3) Ezra SOLOMON ve John J. PRINGLE, An Introduction to Financial Management (California: Goodyear Publishing Company, Inc., 1980), s.689.

ları yeni projelere yatırarak gerçekleştirdikleri büyümelerdir. İçsel büyüme satışları arttırarak, yeni ürün alanlarına girerek ya da yeni hizmetler üreterek veya benzer yollarla olabilir (4). Ancak, işletmeler sadece oluşturacakları ya da sağlayacakları fonları yatırıma yönelterek büyümmezler; aynı zamanda kurulu işletmelerle birleşerek te büyüyebilirler.

II. DIŞSAL BÜYÜME

İşletmeler yalnız kendi yarattıkları olanaklarla büyüme yerine, diğer işletmeleri kısmen ya da tamamen satın alarak veya diğer işletmeler ile çeşitli şekillerde işbirliğine giderek te büyüyebilirler (5). Bu tür büyümeye dışsal büyüme denir.

A. Faaliyetlerin Birleştirilmesi ve Tam Kontrol Olmamakla Birlikte Tröstleşme Yönünde İşbirliğine Gitme Şekilleri

1. Protokol (gentlemen's agreements)

İşletmeler piyasa karşısında durumlarını kuvvetlendirmek için aralarında bir takım anlaşmalar yaparlar. Bu anlaşmalardan birisi protokoldur. Protokol, genellikle

(4) Dan R.DALTON ve Idalere F.KESNER, "Organizational Growth: Big is Beautiful" The Journal of Business Strategy, C.6, S.1 (Yaz 1985), s.38.

(5) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim (İstanbul: İ.Ü. Yayın No.: 3344, 1985), s.808.

(6) Ayrıntılı bilgi için bkz.: Atilla GÖNENLİ, İşletme- de Finansal Yönetim (İstanbul: İstanbul Matbaası, 1979), s.567 ve Harry G.GUTMANN ve Herbert E.DOUGALL, Corporate Financial Policy (Engle Wood Cliffs: Prentice-Hall Inc., 1962), s.507-512.

le sözlü yapılır, yazıya dökülmez. Çoğu zaman kartellerin yasak olduğu ülkelerde görülen bu işbirliğinde hukuksal anlamda bir zorlayıcılık özelliği bulunmaz (7).

2. Kartel

İşletmeler arasında en sık rastlanan işbirliği şeklidir. Kartel, aynı üretim branşında çalışan işletmelerin rekabeti ortadan kaldırmak veya azaltmak amacıyla hukuksal varlıklarını koruyarak oluşturdukları işbirliğidir (8).

3. Çıkar Grupları

Çıkar gruplarında çeşitli işletmelerin pay senetleri belirli bir grubun elinde toplanmaktadır (9). Genellikle bu grubu aile üyeleri ya da birbirine çok yakın kişiler oluşturur. Söz konusu grup ayrı ayrı işletmeleri tek bir amaç doğrultusunda yönetebilir (10).

4. Yönetim Grubu Üyelerinin Aynı Kişiler Olması

İki veya daha fazla işletmenin yönetim kurullarını aynı kişilerin oluşturması durumunda, genellikle ayrı ayrı işletmelerde, birleştirilmiş bir politika söz konusudur. Bu yol tröstleşme açısından önemli olduğu için, çeşitli yasalarla önlenmeye çalışılmaktadır (11).

(7) William H.HUSBAND ve James C.DOCKERAY, Modern Corporation Finance (Illinois: Richard D.Irwin, Inc., 1962), s.569.

(8) Suat KESKİNOĞLU, Genel İşletme Ekonomisi Dersleri (Eskişehir: E.İ.T.İ.A., Yayın No.: 6, 1961), s.89.

(9) AKGÜÇ, s.568.

(10)HUSBAND ve DOCKERAY, s.569.

(11)a.g.k., s.569.

B. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıklarını Koruyarak Oluşturdukları İşbirliği Şekilleri

1. Tröstler

Anglo-Sakson ülkelerinde tröstler, işletmelerin hukuksal bağımsızlıklarını koruyup, ekonomik bağımsızlıklarını kaybederek oluşturdukları işbirliği şekli olarak tanımlanmaktadır. Alman işletmecileri tröstü "işletmelerin hukuksal ve ekonomik bağımsızlıklarını kaybederek oluşturdukları işbirliği şekli" olarak tanımlamışlardır (12).

Tröstün en yaygın olduğu ülke olan Amerika'da, tröstleşme ile belirli bir sektördeki birden çok işletmenin yönetiminin ele geçirilmesi ve bu yolla o sektördeki ekonomik egemenliğin kurulması amaçlanmaktadır (13). Tröste dahil olan işletmelerin pay senetleri tröstün senetleriyle değiştirilerek ve böylece de tröste katılan işletmelerin yönetiminin ele geçirildiği bu işbirliği şekli tekelleşmeye yol açtığı için çeşitli ülkelerde yasalarla engellenmiştir (14).

2. Holdingler

Ticari veya sınai bir faaliyette bulunmayan, başka işletmelerin pay senetlerini elde ederek, o işletmelerin yönetimini ele geçirmek amacıyla faaliyet gösteren işletmelerdir. Bir holding, "ana işletme" ve ana işletmeye bağlı "yavru işletmeler"den meydana gelir. Holding mekanizması, nispeten küçük yatırımlarla çok sayıda işletmeyi ve büyük miktarlarda sermayeyi kontrol altına alma imkânını sağlayabilir (15).

(12) KESKİNOĞLU, s.99.

(13) GUTHMANN ve DOUGAL, s.519.

(14) Tuncer TOKOL, İşletmelerde Finansal Yönetim (Bursa: Bursa İ.T.İ.A.Yayın No.: 1, 1981), s.98.

(15) Lawrance D.SCHALL ve Charles W.HALEY, Introduction to Financial Management (New York: Mc Graw-Hill Book Company, 1983), s.711.

Holding işletmeler, büyük işletmeler topluluğu vücuda getirerek, büyüklüğün sağladığı çeşitli üstünlüklerden yararlanırlar ve ülkede sermaye birikimini sağlayarak, sermaye pazarlarının gelişmesinde önemli rol oynayabilirler (16).

C. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıklarının Ortadan Kaldırılarak Oluşturulan İşbirliği Şekilleri

1. Birleşmeler (Satın Almalar, Devralmalar)

Finansal literatürde çok geniş olarak yer alan büyüme modellerinden biri de, bağımsız birimlerin hem ekonomik, hem de hukuksal açıdan birleşerek işbirliğine gitmeleridir.

İçsel büyümeler gibi dışsal büyümeler de de esas amaç hissedarların servetini, diğer deyişle, işletmenin piyasa değerini maksimum yapmaktır (17).

Ticaret ortaklarının, özellikle sermaye ortaklıklarının birleşmesiyle ilgili olarak çeşitli ülkelerin yasal düzenlemelerinde farklı kavramlara kullanılmaktadır. Avrupa dillerinin pek çoğunda işletme birleşmeleri, ufak söyleniş ve yazılış farklarıyla Latince kökenli ortak bir sözcük olan (Fusion) "Almanca", (Fusion) "Fransızca", (Fusione) "İtalyanca" kelimeleriyle ifade edilmektedir. Anglo-Sakson hukuk çevrelerinde işletme birleşmelerini ifade etmede (merger) sözcüğü ortak terim niteliğindedir. İngiliz hukukunda (amalgamation), Amerikan hukukunda (consolidation) sözcükleri de aynı anlamlarda kullanılmaktadır (18).

(16) İlhan CEMALCILAR ve Diğerleri, İşletmecilik Bilgisi (Eskişehir: E.İ.T.İ.A., Yayın No.: 122, 1976), s.78.

(17) SCHALL ve HALEY, s.629.

(18) Hikmet Sami TÜRK, Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuk Araştırma Enstitüsü, Yayın No.: 185, 1986), s.4.

Literatürde genellikle işletme birleşmelerini ifade etmede (merger, acqution, consolidation) sözcüleri eş-anlamalı kullanılmaktadır. Bir kısım yazarlar ise, yaklaşık aynı büyüklükteki işletmelerin birleşmelerini ifade etmede (merger), farklı büyüklükteki işletmeler arasında yapılan birleşmeleri ifade etmede de (acqution) "satın alma, devralma" kavramlarını kullanmışlardır (19). Birleşen işletmelerin kişiliklerinin ortadan kaldırılıp yeni bir işletmenin ortaya çıkması şeklinde olan birleşmeleri ifade etmede (consolidation) "konsolidasyon" kavramı kullanılmıştır.

Benzer durum, Türkiye içinde söz konusudur. Türk hukukunda işletmelerin en azından birinin, hem ekonomik hem de hukuksal bağımsızlığını yitirerek işbirliğine gitme olayı "birleşme" kavramıyla ifade edilirken uygulama ve teoride bir terim birliği kurulamamıştır. Akgüç (20) genel ve toplayıcı bir kavram olarak füzyon terimini kullanmıştır. (Merger) "devralma, satınalma, katılma", (consolidation) "birleşme" olarak ifade edilmiştir. Gönenli (21), genel ve toplayıcı kavram olarak (merger) "birleşme"yi almış, finansal açıdan (acqution) "satın alma" ve (merger) "birleşme" arasında önemli bir farklılık

(19) Bu konuda bkz.: JOHNSON ve MELICHER, s.629; SOLOMON ve PRINGLE, s.689.

(20) AKGÜÇ, Finansal Yönetim, (İstanbul: İ.Ü., Yayın No.: 2825, 1982), s.736.

(21) GÖNENLİ, s.569.

olmadığına değinmiştir. Özbaşar (22) ise, farklı büyüklükteki işletmelerin birleşmesini ifade etmede (acquitition) "satın alma" aynı büyüklükte işletmelerin birleşmesini ifade etmede (merger) "birleşme" kavramını kullanmıştır. Türk'de (23) genel terim olarak "birleşme"yi kullanmıştır.

Bu farklılıkların bilinmesi önemli olmakla birlikte genellikle (merger, acquitition, consolidation) kavramlarının, işletmelerin birleşmeleri anlamında, birbirlerinin yerine kullanılma eğilimi vardır.

Bu çalışmada, gerek farklı büyüklükteki işletmeler arasında yapılan işbirliklerinde (acquitition), gerek benzer büyüklükte işletmeler arasında yapılan işbirliklerinde (merger) ve gerekse işbirliğine katılan işletmelerin kişiliklerinin ortadan kaldırılarak yeni bir işletmenin ortaya çıkmasıyla yapılan (consolidation) işbirliğini ifade etmede, finansal teori açısından önemli farklılıklar yaratmayacağı düşüncesiyle, genel ve toplayıcı bir terim olarak "birleşme" sözcüğü kullanılmıştır.

III. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Yukarıda belirtilen çeşitli işletme birleşmelerinde gözlenen büyüme modelleri, birçok yazarlarca farklı sınıflandırılmaktadır. Literatürde en çok kabul gören sınıflandırma, Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.) Federal Ticaret Komisyonu (F.T.K)'nun yapmış olduğu sınıflandırmadır (24). Bu sınıflandırmada birleşmeler yatay (horizontal), dikey (vertical) ve karma (conglomerate) olarak gruplandırılmaktadır.

(22) Sera ÖZBAŞAR, İşletme Politikası Büyüme Stratejileri ve Yönetimi (İstanbul: Ufuk Matbaası, 1981), s.143.

(23) TÜRK, s.8.

(24) JOHNSON ve MELICHER, s.631; SOLOMON ve PRINGLE, s.690.

A. Yatay İşletme Birleşmeleri

Yatay işletme birleşmeleri, aynı faaliyet dalında çalışan işletmelerin birleşmeleridir. Bu tür birleşmelerde genellikle ölçek ekonomilerinden ve mevcut fonksiyonel uzmanlıklardan en iyi şekilde faydalanma imkanları doğmaktadır. Yatay birleşmelerin birleşen işletmeler yönünden sağlayabileceği faydalar şu şekilde özetlenebilir (25).

- Araç, gereç ve makinalarda ihtisaslaşma: Bir araç gereç ya da makinanın tüm zamanı ve gücü belirli bir ürüne ayrılabilir.

- Pazarlamada ekonomi: Mallar ya da hizmetler en yakın üretim birimlerinden teslim edilebilir. Böylece taşıma maliyetlerinden tasarruflar sağlanabilir. Reklam ve satış çabaları birleştirilerek etkinlik arttırılabilir.

- Üretim veya pazarlamada benzerlikler: Bir işletmedeki ileri üretim teknolojisinin veya pazarlama faaliyetlerindeki etkinliklerin diğer işletmeye transferi kolaylıkla sağlanabilir.

Bu nedenle kaynakların kullanımında etkinlik arttırılabilir.

- Rekabetin kaldırılması: Yatay birleşmelerde işletmeler aynı faaliyet dalında çalışmalarını nedeniyle doğal olarak rakip işletmelerdir. Böyle bir rekabetin ortadan kaldırılmasında birleşmeye gitme, sık sık başvurulan bir yol olmaktadır. Toplum çıkarlarına uygun olmayan bu tutumun önlenmesi için hükümetlerce antitröst uygulamalar getirme yoluna gidilebilir.

(25) Arthur R.WYATT ve Donald E.KIESO, Business Combinations: Planning and Action (Pennsylvania: Textbook Company Seranton, 1969), s.22-23.

B. Dikey İşletme Birleşmeleri

Dikey işletme birleşmeleri, herhangi bir malın ya da hizmetin üretiminden satışına kadar farklı aşamalarında faaliyette bulunan işletmeler arasında yapılan birleşmelerdir. Genelde bu tür birleşmelerde işletmeler arasında alıcı-satıcı ilişkisi ya da aynı ürünlerin farklı aşamalarında faaliyette bulunan işletmeler söz konusu olup, otomobil üreticileriyle çelik üreticilerinin birleşmeleri örnek verilebilir (26).

Dikey genişlemede işletme, ya geriye doğru kendine girdi sunan işletmelerle ya da ileriye doğru çıktısını satın alan işletmelerle birleşmektedir (27).

Geriye doğru birleşmede sağlanan faydalar, iki kategoride incelenebilir. Birincisi, girdilerin istenen zamanda, istenen kalitede, istenen miktarlarda elde edilmesinin kontrol edilebilirliğidir. İkincisi, işletmenin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdilerin, kendi bünyesinde, daha ucuza üretimini sağlanabilirliğidir. Böylece hem işletmeler açısından hem de tüketiciler açısından ekonomi sağlanmış olacaktır (28).

C. Karma Birleşmeler

"Ekonomik çeşitlendirme" olarak ta isimlendirilen karma birleşmeler, değişik alanlara en kısa zamanda girmenin bir yoludur. Fakat aynı zamanda, farklı sektörlerde faaliyette bulunma nedeniyle artan risk ve farklı idari yapıları bütünleştirmenin yaratacağı sorunlar, başarı ihtimalini azaltmaktadır (29),

(26) JOHNSON ve MELICHER, s.632-632.

(27) Zeyyat HATİPOĞLU, İşletme Finansı (İstanbul: Temel Araştırma Yayınları No.: 6, 1986), s.170.

(28) WYATT ve KIESO, s.23.

(29) JOHNSON ve MELICHER, s.631-632.

F.T.K. karma birleşmeleri de üç alt gruba ayırmıştır (30). (Product extention) "ürün genişleme": Bu tür birleşmelerde birleşen işletmelerin üretim veya dağıtım sistemleri fonksiyonel olarak benzer olmakta, ürünler arasında ise doğrudan bir rekabet bulunmamaktadır. Örneğin; çamaşır beyazlatıcısı mamulleri üretenler ile sabun üreticilerinin birleşmesi gibi. (Market extention) "Pazar genişleme": Bu türde birleşen işletmeler aynı ürünü üretirler, fakat farklı coğrafi piyasalarda faaliyet gösterirler ya da ürünlerini farklı piyasalara sunarlar. Örneğin: Eskişehir'de süt işleyen bir işletmenin, İstanbul'da aynı faaliyette bulunan bir işletmeyle birleşmesi gibi. (Pure conglomerate) "saf karma" işletmeler: Bu tür işletmeler arasında herhangi bir ilişki bulunmamakta, birleşme tamamen farklı dallarda faaliyette bulunan işletmeler arasında yapılmaktadır. Dondurma üreticisi bir işletmenin, gemi yapımıyla uğraşan bir işletmeyle birleşmesi bu türe örnek olarak verilebilir.

Solomon (31) yatay ve dikey birleşmeleri (congeneric) "türdeş", birleşen işletmelerin esasta aynı faaliyetlerde bulunmaları ya da ilgili endüstrilerde faaliyette bulunmaları, (conglomerate) "karma" ya da ise, oldukça farklı dallarda faaliyette bulunan işletmeler arasında yapılan birleşmeleri ifade etmek için kullanarak, birleşmeleri iki ana kategoriye ayırmıştır.

Ogley (32), işletme birleşmelerini yatay, dikey, karma ve dördüncü olarak ta (geographical) "coğrafi" birleşmeler olarak sınıflandırmıştır. Coğrafi birleşmelerde işletmeler, buldukları ülke sınırlarının ötesinde,

(30) WYATT ve KIESO, s.22-23.

(31) SOLOMON ve PRINGLE, s.689.

(32) Brian OGLEY, Business Finance (New York: Longman, Inc., 1981), s.331.

gerek ileriye doğru, gerek geriye hammadde kaynağına doğru, gerekse yatay ya da ilgisiz daldaki işletmelerle birleşerek uluslararası bir nitelik gösterirler. Örneğin: Bir ülkede faaliyet gösteren işletmeyle, gelişmekte olan bir ülkeden hammadde sağlayan bir işletmenin yapacakları birleşme, coğrafi birleşme olarak adlandırılmıştır.

Stacey (33)'de, Ogley gibi işletme birleşmelerini esas olarak dört kategoriye ayırmıştır. Ayrıca birleşme türü olarak ve sadece bazı özel durumlar için uygulanabilen, diğer birleşme türlerine oranla az bilinen bir birleşme şeklinden daha bahsetmiştir. Genelde birleşmelerde, daha büyük bir işletme, küçük olan bir işletmeyi satın alır. Halbuki (reverse take-over) bu tür birleşmelerde, tamamen zıt bir durum söz konusu olup, küçük bir işletme daha büyük bir işletmeyi satın almaktadır. Bu çoğunlukla, özel bir işletmenin büyük bir kamu işletmesini satın alması durumunda görülmektedir. :

Büyük işletmelerin küçük işletmeler tarafından satın alınmalarının nedenleri şunlar olabilir: (a) Küçük işletmenin borsaya kayıtlı olmasına karşın, büyük işletmenin borsaya kayıtlı olmaması, (b) Küçük işletmenin büyüğe oranla daha fazla fonlara sahip olması, (c) Küçük işletmenin idari kadrosunun, büyüğe oranla, daha fazla aktif olması v.b.g.(34).

Howell (35) F.T.K. tarafından yapılan sınıflandırmayı eski bir metod olarak belirtmekte ve birleşmeleri sınıflandırmada farklı bir yaklaşım getirmektedir. Yazar,

(33) Nicholas A.H.STACEY, Mergers in 'Modern Business (London: Hutchinson ve Co.Ltd. 1970), s.34.

(34) OGLEY, s.345.

(35) Robert A.HOWELL, "Plan to Integrate Your Acquisitions" H.B.R.,C.48, S.6, (Kasım-Aralık 1970), s.66-71.

birleşmelerdeki büyüme şeklinin işletmelerin amaçlarına bağlı olarak oluşacağını belirtir.

Örneğin:

- Bazı işletmeler kazançlarını ve kapasitelerini arttırmayı düşünürken, bazıları ise mevcut kapasitelerini korumayı amaçlarlar.

- Bazı işletmeler yüksek risk ve yüksek verim fırsatları ararken, bazıları ise riski düşürmeyi amaçlarlar.

- Bazı işletmelerin yapmak istedikleri işlerle ilgili belirlilik vardır, bazıları ise daha çok fırsatçıdır- lar.

- Bazı işletmeler birleşmelere, büyümelerinin vazgeçilmez bir yolu olarak bakarken, bazıları ise içsel büyümeyi tamamlayan bir araç olarak görürler.

Yani; finans, pazarlama, üretim, teknoloji, yönetim ya da bunların herhangi bir kombinasyonu, birleşmenin amacı olabilir. Bu amaçlar doğrultusunda, F.T.K.'nin sınıflandırması yerine, şöyle bir sınıflandırma yapılmıştır:

Finansal birleşmeler: Birleşen işletmelerin ne hizmet edilen pazarı ne de ürünlerinin üretimi arasında bir ilişki vardır. Örneğin: Çelik üretimi, oteller zinciri, kağıt ürünleri ve bisiklet üretimi gibi çok değişik alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesi gibi. Böyle bir büyümede esas amaç, finansaldır.

Pazarlama birleşmeleri: Bu türde birleşen işletmeler birbirleriyle ilgili pazarlara hizmet ederler, fakat ürünlerinin üretimi birbirleriyle ilgili değildir.

Üretim birleşmeleri: Birleşen işletmelerin ürünlerinin üretimi birbirleriyle ilgili, hizmet edilen pazar ilgili ya da ilgisiz olabilir. Böyle birleşmelerde esas amaç, üretimdir.

Howell'in sınıflandırmasının üç önemli yönü vardır:

1. Birleşme en önemli amaç üzerinde odaklaşır.

2. Her sınıflandırmada kümülatif bir amaç vardır.

Yani; pazarlama ilk amaç olmakla birlikte finansal ve üretim faydaları da söz konusudur.

3. Böyle bir şema yöneticiler tarafından F.T.K. sınıflandırmasına nazaran daha kolay anlaşılabilir. Çünkü şema, işletme stratejisinin fonksiyonel boyutlarından türetilmiştir.

Yukarıda, literatürde işletme birleşmelerinin çeşitli açılardan sınıflandırılmaları özetlenmiştir. Bu sınıflandırmalar arasında esasta bir farklılık bulunmamaktadır. Önemli olan, birleşecek işletmelerin büyüme şekillerini belirlerken, en fazla gerçekleştirilmek istenen amacın bu büyüme şekliyle sağlanıp sağlanmayacağına tespit edilmesidir. Çünkü, her bir büyüme şeklinin, işletmeler üzerine etkileri ve yükledikleri sorumlulukları farklı olacaktır.

Yatay bir büyüme yönünü seçmiş olan işletmelerle, dikey ya da karma büyüme modelini benimsemiş işletmelerin, gerek birleşme öncesi değerlendirme çalışmaları ve gerekse birleşme sonrası faaliyetleri bütünleştirme sorunları farklı olacaktır.

IV. İŞLETMELERİN BİRLEŞME NEDENLERİ

Büyüme, işletmelerin başarılarını kanıtlamada ve varlıklarını devam ettirmede, başarmak zorunda oldukları önemli bir faktördür. Büyümek zorunda olan işletmelerin ise, neden birleşme yolunu seçtikleri konusunda, literatürde pek çok nedenler sayılmaktadır. Bu nedenlerin sayısı ve önem dereceleri de, ülkelerin sosyo-ekonomik koşullarına, işletmelerin özelliklerine, içinde yer alınan toplumun özelliklerine ve zamana göre çeşitlilik gösterir.

İşletmeleri birleşmeye götüren nedenler, genellikle büyüme nedenleriyle benzerlik göstermektedir. Birleşme, işletmeler açısından bir büyüme aracı olması nedeniyle, işletmeleri büyümeye güdüleyen etmenlerle, birleşmeye güdüleyen etmenlerin benzerlik göstermesi doğaldır.

İşletmeleri birleşmeye götüren nedenler, ne kadar çok ve kompleks olursa olsun, gerçekte tek bir amaçla özetlenebilir. Bu da, işletmenin diğer bir işletmeyle, işletmesinin net bugünkü değerini artıracak düşüncesiyle birleşmek istemesidir. Bu ise ancak şu durumda söz konusu olabilir; birleşilen işletme A'nın pazar değeri $V(A)$, birleşen işletme B'nin pazar değeri $V(B)$ ise, başarılı bir birleşmede, $V(A + B) > V(A) + V(B)$ olmalıdır. Bu durum sinerji etkisinden kaynaklanmaktadır. Sinerji ise "bütün, ayrı ayrı parçaların toplamından daha fazladır" olarak ifade edilmektedir (36).

Gerçekte, her birleşme türünün (merger, acquisition, consolidation) güdüleri farklılıklar göstermektedir. Bunun yanında büyüme yönleri (dikey, yatay, karma) farklı olan işletmelerin birleşme nedenleri de genelde farklı olmaktadır.

Birleşme amaçlarının ve güdülerinin çok ve çeşitli olmasına rağmen, aşağıda önemli olanları açıklanmaya çalışılmıştır.

A. Büyük Ölçekte Faaliyette Bulunmanın Sağlayacağı Faydalar

Büyük ölçekte faaliyette bulunma, bir kısım faaliyetlerin maliyetini düşürebilir ölçek ekonomileri (economies of scale) olarak ta isimlendirilen bu faydaları gerçekleştirmenin bir yolu da, birleşmelerdir. Genellikle ölçek ekonomileri, üretim faaliyetlerinde söz konusu edilmekle birlikte, pazarlama, dağıtım, finans ve hatta yönetimde

bile aynı derecede söz konusudur. Üretimde ölçek ekonomileri, birleşen işletmelerin daha büyük kapasiteli fakat daha az sayıda makine, araç ve gereçleri kullanarak daha çok çıktı elde ederek gerçekleştirilebilir. Buna rağmen, uygulamada çoğu durumda birleşen işletmelerin birleşme öncesi araç ve gereçlerini birleşme sonrası da korudukları görülmektedir (37).

Birleşmeyle pazarlama, satın alma, finanslama, araştırma ve geliştirme gibi faaliyetler birleştirilerek etkinlikler arttırılabilir. Büyük miktarlarda satın almalara gidilmesi ve büyük miktarlarda finansal kaynaklara başvurulması satın alma ve finanslama maliyetlerinde tasarruflar sağlayabilir. Aynı zamanda uzman kişilerden faydalanma olanağı da artabilir (38).

Büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağlayacağı faydalar, en çok yatay birleşmelerde gözlenmektedir (39). Yatay birleşme ile işletmeler pazar paylarının arttırılması ve rekabetin azaltılmasının yanı sıra, satın aldığı işletmenin araç, gereç ve makinalarını piyasadan daha ucuza mal edebilecektir. Ayrıca, hazır kapasitelerin satın alınması bu kapasitelerin kurulmasından daha kısa sürede olacaktır (40).

Büyüyen işletmelerin verimle çalışan işletmeler olduğu ve daha büyük büyüme oranının, daha büyük kârlılık yaratacağı literatürde yaygın olarak kabul görmektedir. Bu amacı gerçekleştirmenin bir yolu da, birleşmeler olacaktır (41).

-
- (37) Robert C.HIGGINS, Financial Management Theory and Applications(Chicago: Science Research Associates, Inc., 1977), s.175
- (38) George C.PHILIPPATOS, Essential of Financial Management (San Fransisco: Holden-Day, Inc., 1974), s.488.
- (39) James C.VAN HORNE.Financial Management and Policy (New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1976), s.596. Ayrıca Bkz.: Clifton H.KREPS ve Richard F.WACHT, Financial Administration (Illinois: The Dryden Press, 1975),s.422.
- (40) WHATT ve KIESO, s.15-16.
- (41) Alberts W.WILLIAM ve Joel E.SEGALL, The Corporate Merger (Chicago: University of Chicago Press, 1969), s.18.

Yatay birleşmelerde işletmeler başka türlü girme olasılığının az olduğu pazarlara hızlı ve etkin bir şekilde girme olanağına sahip olabilirler (42). Bu birleşmelerin sakıncalı yönü, işletmelerin pazar paylarının aşırı artması durumunda monopol meydana gelmesi olasılığıdır. Ancak bu durum antitröst yasalarla engellenir (43).

Dikey birleşmelerde ise işletme, ya ileriye doğru en son tüketiciye kadar, ya da geriye hammadde kaynağına doğru genişleyerek, dağıtım ve satın alımlarında daha fazla denetim olanağı sağlayabilir (44). Aynı ürünün farklı aşamalarında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılan dikey birleşmelerin sakıncalı yönü, aynı dönemsel dalgalanmalara ve aynı gelişim evrelerine sahip pazarlara doğru genişlemedir (45).

Karma birleşmelerde ölçek ekonomilerinden faydalanma ise daha az olmaktadır.

B. Çeşitlendirme

Çeşitlendirme, herhangi bir işletmenin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını arttırma anlamındadır (46). Doğal olarak çeşitlendirmeye işletmelerin belirli bir alanda uzmanlaşma derecesi düşecektir. Pazarlardaki gelişmeye ve teknolojinin artan kompleksliğine rağmen, işletmelerin uzmanlaşmadan daha çok çeşitlendirmeye doğru eğilim gösterdikleri görülmektedir. Son yıllarda A.B.D. işletmelerinde artan bir biçimde çeşitlendirme stratejileri uygulanmaktadır (47).

(42) OGLE, s.331; H.Donald HOPKINS "Acquisition strategy and the Market Position of Acquiring Firms" Strategic Management Journal, C.8, S.6 (Ekim-Kasım 1987),s.538.

(43) WILLIAM ve SEGALL, s.101.

(44) KREPS ve WACHT, s.422

(45) VAN HORNE, s.596; KREPS ve WACHT s.422.

(46) SOLOMON ve PRINGLE, s.695.

(47) WILLIAM ve SEGALL s.31-33; SINGH ve MONTGOMERY, s.377-386.

Pek çok işletme birleşmelerinde çeşitlendirme, kazançlardaki ya da satışlardaki istikrarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanılmaktadır. Doğal olarak, tüm işletmeler dönemsel dalgalanmalara karşı aynı derecede hassas değildirler. Çeşitli sektörler, hatta aynı sektördeki işletmeler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı tepki farklı farklıdır. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan aşırı etkilenen işletmeler, istikrarlı işletmelerle birleşerek, bir dereceye kadar, istikrarı sağlayabileceklerdir. Buna ilave olarak, hissedarlar, satışlarında ya da gelirlerinde istikrar olmayan, büyük dalgalanmalar gösteren işletmeleri, yüksek riskli işletmeler olarak değerlendirirler. Dolayısıyla, bu tür işletmelerin hissesenetlerinin fiyatları düşük olacaktır. Birleşmeyle istikrarın sağlanması durumunda, o işletmenin hissesenetlerinin, başka bir deyişle, işletmenin değeri artacaktır (48).

Çeşitlendirmenin bir nedeni de, riski dağıtmadır. Küçük bir işletmenin yeni bir ürün kuşağına girmesinin riskliliği, gerçekten büyüktür. Buna karşılık, işletme daha büyük bir işletmeyle birleşerek, bu projeyi yürütebilir. Çünkü, birleşme neticesi ortaya çıkan işletmenin sermaye yapısı içinde muhtemel zarar, aynı ölçüde anlam taşımazabilir (49).

Çeşitlendirmeye sermaye dağılımında ve yönetiminde etkinlik arttırılabilir (50). Fakat bu, her çeşitlendirmenin sermayenin verimliliğini arttıracağı anlamında değildir. Bu ancak, işletme başarısında kritik olan kay-

(48) KREPS ve WACHT, s.423 ve WILLIAM SEGALL, s.39-41

(49) VAN HORNE, s.256.

(50) H.Kent BAKER ve Diğerleri, "An Inside Look at Corporate Mergers and Acquisitions" MSU Business Topics, C.29, S.1, (Kış 1981), s.49-56.

naklara veya uzmanlığa birleşen işletmelerden birinin sahip olması durumunda söz konusu olabilir (51).

Çeşitlendirme stratejisi de işletmeden işletmeye farklılıklar gösterebilir. İşletmeler ya birbirleriyle ilgili alanlarda faaliyette bulunan işletmelerle birleşerek çeşitlendirme yaparlar ya da farklı dallarda faaliyet gösteren işletmelerle birleşerek çeşitlendirme yaparlar. İlgili faaliyetlerden bahsedilmek için:

- Benzer pazarlara hizmet etmek ve benzer dağıtım sistemleri kurmak.

- Benzer üretim teknolojisi uygulamak gerekmektedir.

İlgisiz faaliyet dallarında bulunan işletmelerin birleşmesiyle oluşturulan çeşitlendirmelerde çeşitli fonksiyonel uzmanlıklar, ya hiç aktarılamaz, ya da çok az aktarılabilir. Buna karşın, ilgili dallarda faaliyetlerde bulunan işletmelerin birleşmesiyle yapılan çeşitlendirmelerde, çeşitli fonksiyonel uzmanlıkların aktarılması yapılabilir (52).

Bir çeşitlendirme stratejisinin işletme değerini arttırabilmesi, diğer bir deyişle, ortakların servetini arttırılabilmesi için, aşağıda belirtilen ikikkoşuldan en az birinin gerçekleşmesi gerekmektedir (53).

1. Çeşitlendirme faaliyeti sonucunda sağlanacak gelir akımının, birleşen işletmelerin portföy yönetim-

(51) Malcolm S.SALTER ve Wolf A.WEINHOLD, "Diversification via Acquisition: Creating Value", içinde: Dwight B.CRANE (der), Financial Management (New York: John Wiley and Sons, Inc., 1983), s.338.

(52) A.g.k., s.337 ve ayrıca bkz.: HOPKINS, s.537-538.

(53) SALTER ve WEINHOLD; s.339.

leri (54) sonucunda gerçekleştirecekleri gelir akımlarından daha büyük olması.

2. Çeşitlendirme faaliyeti sonucunda sağlanacak gelir akımının değişkenliğinin, birleşen işletmelerin portföy yönetimleri sonucunda gerçekleştirecekleri gelir akımlarının değişkenliğinden daha çok azaltılması gerekir.

Birleşme düşüncesinde olan işletmelerin, normal portföy çeşitlendirmesinden elde edebilecekleri verimden daha büyük bir verim elde edebilmelerinde başlıca yollar şu şekilde özetlenebilir (55):

- Bazı özgün uzmanlıkların ve birleşen işletmelerden birisinin endüstriyel bilgileri, rekabetle ilgili problemlerin çözümünde veya karşılaşılan fırsatların değerlendirilmesinde kullanıldığı zaman, çeşitleme yapan işletmelerin sermayelerinin verimliliği yükselebilecektir.

- İlgili dalda faaliyette bulunan işletmelerle birleşilerek yapılan çeşitlendirmelerde yatırımların ortalama maliyeti uzun dönemde düşebilecektir. Ortalama maliyette düşüşler, ölçek ekonomilerinden, üretimin, dağıtımın ve diğer çabaların rasyonelleştirilmesinden elde edilebilir.

(54) Çeşitli özellikteki finansal varlıkların bir araya getirilmesinden portföyler oluşmaktadır. Oluşturulan portföylerin performansı da aynı, tek tek finansal varlıklarda olduğu gibi beklenen getiri ve risk ile ölçülür. Daha ayrıntılı bilgi için bkz.: Belkız SEVAL, Portföy Kuramı ve Etkin Portföylerin Oluşturulmasında Türkiye'den Bir Örnek (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), (İstanbul: İ.Ü.İ.F. 1985).

(55) SALTER ve WEINHOLD, s.335-339.

İlgili dalda faaliyette bulunan işletmelerin birleşmesiyle sistematik risk düşebilir (56).

Aynı dalda faaliyette bulunan işletmelerle birleşerek gerçekleştirilen çeşitlendirmelerde işletmeler teknolojik, üretim veya pazarlama riskini düşürme olanağını elde edebilir. Bu risklerde bir düşme sağlanabildiğinde işletmenin iş riski düşerek, gelir akımının değişkenliği de azalabilecektir.

- Çeşitlendirme yapan işletmeler, nakit fazlası olan işletmeden nakit açığı olan işletmeye fonları aktararak, işletmenin dış kaynaklardan fon bulma ihtiyacını düşürebilir.

C. Büyüme

İşletmelerin normal içsel büyüme süreciyle büyümelelerini gerçekleştiremedikleri birçok durumlarda birleşmeye gitmeleri tek yol olmaktadır. Gerçekte günümüzde içsel büyümeye gidebilecek düzeyde kaynağa pek az işletme sahip olabilmektedir. Çünkü, dışsal yollarla büyüme, içsel büyümeye oranla daha az masraflı olmaktadır. Bunun yanında

(56) Risk iki kısımdan oluşmaktadır. a) Sistematik risk: Gelirin toplam değişkenliğinde bütün pazarlarda alınıp satılan menkul değerlerin fiyatlarını etkileyen faktörlerin yol açtığı kısımdır. Menkul değerler pazarını etkileyen ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişimler sistematik riskin kaynağıdır. b) Sistematik olmayan risk: Toplam riskin bir bölümünü oluşturan sistematik olmayan risk, bir işletme veya endüstriye özgü olan bir risktir. Grev, yönetim hatası, icatlar, reklam, tüketici zevklerindeki değişimler, işletme gelirlerinde sistematik olmayan değişimlere yol açabilirler. Bu değişimler diğer endüstrileri etkileyen faktörlerden bağımsızdır. Konuyla ilgili daha ayrıntılı bilgi için bkz.: Semih BÜKER, Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri (Eskişehir: E.I.T.I.A. Yayın No.:156/98, 1976), s.30-50.

dışsal büyümeyle fiziksel varlıklarla birlikte, fiziksel olmayan varlıklar da elde edilmektedir (57). Piyasada güçlü bir duruma sahip olan bir işletmeyle birleşme durumunda, böyle bir pazara girmenin gerektirdiği masrafların pek azıyla bu pazara ulaşabilme fırsatı yakalanabilir (58).

Birleşmeler işletmeye büyüyen, arzu edilen pazarlara kısa sürede girmeyi de sağlayabilmektedir. Arzu edilen pazarlara ulaşmada gerekli olan yatırımların yapılması, hem yatırımlardan elde edilecek kârların tekrar işletmeye dönmesi, hem de bu yatırımların gerçekleştirilmesi yönünden uzun zaman alır. Dolayısıyla, istenen pazar payına ulaşmak için geçecek zamanı en aza indirme olanağı da bu şekilde sağlanabilecektir (59).

Günümüzün dinamik bir ortamında faaliyet gösteren işletmeler için "zaman" başarılı olmada en önemli bir faktör olması nedeniyle, birleşmeler, bu amacın gerçekleştirilmesinde en önemli araç olabilmektedir.

Birleşmelerle hem istenen pazara girmede zaman kazanılacak, hem de pazara girme fırsatı yakalanmış olacaktır. Birçok durumlarda herhangi bir gecikme, o pazarın kaybedilmesi sonucunu doğurabileceğinden "birleşmeye gitme" bu fırsatların değerlendirilmesinde faydalı olacaktır.

Birleşmenin maliyet açısından içsel büyümeyle oranla daha çekici olması, özellikle satın alınacak ya da birleşilecek işletmenin güçlü bir araştırma kapasitesine ve/veya değerli sınıflı haklara (patent, ticari isim vb.) sahip olması halinde daha belirgin olarak ortaya çıkabilecektir (60).

(57) Harbir SINGH ve Cynthia A.MONTGOMERY "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", Strategic Management Journal, C.8 (Temmuz-Ağustos, 1987), s.379.

(58) WYATT ve KIESO, s.8.

(59) a.g.k., s.16.

(60) AKGÜÇ, s.740.

D. Finansal Nedenler

Hızlı büyüyen işletmeler büyümelerini finanslamada güçlüklerle karşılaşabilirler. Bu işletmeler büyümelerini durdurmak yerine, düşünülen büyümeyi finansılamak için gerekli olan likiditeyi, bu imkana sahip başka işletmelerle birleşerek elde edebilirler. Atıl nakit mevcutları bulunan işletmeler de bu şekilde büyüyerek, likiditesini kullanmak suretiyle çıkar sağlayabilir (61).

Halka kapalı, diğer bir deyişle aile işletmelerinde, hisseler az sayıda kişilerin ellerinde bulunur. Bu tür işletmelerin menkul değerlerinin pazarlanabilirliği, menkul değerleri pazarda geniş bir şekilde işlem gören işletmelerle birleşmeleri durumunda, artabilecektir (62).

Birleşmelerin çoğu zaman sermaye maliyetini düşürdüğü yolunda görüşler vardır. Örneğin, bir işletmenin kullanılmayan borç kapasitesi var ve birleşme sonunda bu kapasiteden faydalanıyorsa, doğal olarak, sermayenin maliyetinde bir düşüş olacaktır.

$$k(A + B) < (k(A) + k(B))$$

Burada $k(A + B)$ ile gösterilen işletmelerin birleşme sonundaki sermaye maliyeti, işletme A ve B'nin birleşme öncesi sermaye maliyetleri olan $k(A)$ ve $k(B)$ 'nin toplamlarından daha küçük olur. Finansal sinerji etkisiyle sermayenin maliyeti azalacaktır (63).

Genellikle, büyük işletmelerin küçük işletmelerle birleşmelerinin en önemli nedeni, öz sermayelerinin verim-

(61) VAN HORNE, s.598.

(62) Richard STEVENSON, Fundamentals of Finance (New York: Mc Graw-Hill Book Company, 1980), s.372.

(63) JOHNSON ve MELICHER, s.636.

liliğini arttırmada kaldıraç faktöründen (64) faydalanmaktadır. Birçok küçük işletme sahipleri, borç kullanmayı istemezler. Bu nedenle de borç oranları düşüktür. Borçtan daha fazla faydalanarak öz sermayelerinin verimliliğini arttırmayı düşünen büyük işletmeler, bu tür işletmelerle birleşerek birleşme kapasitesini arttırabilirler. Özellikle sermaye elde etme olanağı kısıtlı olan işletmeler için borç oranı düşük işletmeler çekici olur (65).

Halka kapalı işletmelerin birleşmeleri sonucu sağlanacak faydalar, halka açık olanlardan daha fazla olabilir. Kapalı işletmelerin dışarıdan kaynak sağlamaları hem güç, hem de çok masraflıdır. Bu tür işletmelerin birleşme yoluyla büyüme yolunu benimsemeleri, onlara, finansal imkanları sağlamada kolaylık yaratacağından, faydalı olacağı söylenebilir.

Büyük miktarlarda menkul kıymet ihracı, ihrac maliyetlerinde de tasarruf sağlayarak, sermayenin maliyetinde azalmalara neden olabilecektir. Böylece menkul kıymet ihrac masrafları, her bir işletmenin ayrı ayrı katlanacakları ihrac masraflarından daha az olacaktır (66).

E. Vergi Avantajı

Vergi avantajlarından faydalanma pek çok birleşmelerin en önemli nedeni olmaktadır. A.B.D.'de birleşmelerde vergi-

(64) Kaldıraç faktörü, diğer bir deyişle finansal kaldıraç, toplam borçların, toplam varlıklara oranı olarak tanımlanabilir. BAYAR, İşletmelerde Finansal Yönetim (Ders Notları) (Eskişehir E.I.T.I.A. 1976), s.97-98. Geleneksel ve Net Gelir Yaklaşımına göre, işletmeler sermaye yapısını (kaldıraç faktörünün derecesini) değiştirerek, işletmelerinin piyasa değerini yükseltmek, sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptirler. Ayrıntılı bilgi için bkz.: AKGUÇ, s.484-502.

(65) Charles G.GILETTE, "How Buyer and Seller Look at a Merger", içinde: John L.HARVEY ve Albert NEWGARDEN (der.), Management Guides to Mergers and Acquisitions (New York: Wiley-Interscience A Division of John Wiley and Sons, 1969), s.100.

(66) JOHNSON ve MELICHER, s.636.

lerin etkilerinin araştırıldığı bir çalışmada, 7 yıllık bir dönem içinde gerçekleşen 1990 birleşmenin dörtte birinde, birleşme nedenlerinin en önemlisi olarak "vergi avantajı" gösterilmiştir (67).

Birleşmeler, büyük ölçüde karmaşık işlemleri gerektirirler. Vergiyle ilişkisi olmayan hemen hemen hiçbir finansal işlem olmaması nedeniyle, birleşmelerde de vergi olayı, durumu biraz daha karmaşık hale getirmektedir.

Vergi açısından herhangi bir birleşme, ya "vergilendirilebilen" ya da "vergilendirilemeyen" bir özellik gösterir (68). Vergilendirilebilme ve vergilendirilememe, esas itibariyle, işlem şekline bağlıdır. Şayet, alıcı (birleşilen) işletme nakit olarak ödemede bulunmuş ise, bu işlem, satışı yapan işletmenin ya da ortaklarının vergilendirilmesini gerektirir. Diğer bir deyişle, ilgililer satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden bir sermaye kazancını ya da zararını kabul etmeleri gerekir. Aynı zamanda, nakit yerine ya da nakitle birlikte herhangi bir "borç aracı" ile ödeme yapılması da vergilendirmeyi engellemez (69).

Vergisiz birleşmelerde, ya alıcı (birleşilen) işletmenin "değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedi" ile satıcı (birleşen) işletmenin "adi hisse senedi" değiştirilir ya da alıcı işletmenin "adi hisse senedi" karşılığı, satıcı işletmenin "adi hisse senedi" değiştirilebilir (70).

Çoğu satıcı işletmeler, yalnızca vergilendirilemeyen işlemleri kabul edecek, güçlü bir duruma sahiptirler. Bu durum bazen haklı görülmele birlikte, diğer pek çok du-

(67) Charles O.KRONCKE ve diğerleri, Managerial Finance: Essentials (New York: West Publishing Company, 1978), s.422.

(68) KIESO ve WYATT, s.79.

(69) VAN HORNE, s.594.

(70) John S.R.SHAD, "The Financial Realites of Mergers" H.B.R., C.47 (Kasım-Aralık 1969), s.133-146.

rumlarda, uygun bir pazarlığa gereksiz bir engel çıkarır. Bu nedenle, hisse senedi karşılığı bir birleşmede satıcıların amacı, iyi bir ortakla birleşmek olmalıdır. Sadece vergisiz bir birleşme için böyle bir tarzın benimsenmesi uygun olmayacaktır. Çünkü, vergi erteleme geçici olup, vergiye esas olacak sermaye kazancı ya da kaybı, hisse senetleri satıldığı zaman ortaya çıkacaktır (71).

Hisse senetleriyle yapılan birleşmelerde alıcı işletme, satıcı işletmenin varlıklarını bilançolarında cari değerleri üzerinden yansıtamayacak, dolayısıyla, amortisman ayırımında dezavantajlı bir durumda kalacaktır. Alıcı işletme bu durumu giderebilmek için aldığı işletmeyi sonradan tasfiyeye götürerek değerlendirme yapacak olursa, tasfiye kârının vergisini ödeyecektir. Bu nedenle, satıcı işletmenin, hisse senetlerinin alımı yoluyla birleşmeye gidildiğinde, pay senetlerine vergi açısından alıcının kaçırdığı yararları yansıtacak şekilde düşük değer verilmesi yoluna gidilebilir (72).

İşletmeleri birleşmeye götüren diğer bir neden de, kârın ya da zararın ileriye ve geriye aktarılabilmesidir (73). Birikmiş zararlar nedeniyle gelecek yılların kârlarından indirim yapma olanağına sahip işletmeler, kârlı bir işletmeyle birleşerek, zarar indirimi nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü sınırlar içinde, birleşmenin sağlayacağı kârlar üzerinden vergi ödememek olanağını elde edebilirler. Vergi avantajı, zararlı bir işletme açısından kârlı bir işletmeyi aktif ve pasifi ile satın almasına çecikilik katmaktadır (74).

(71) KIESO ve WYATT, s.107.

(72) GÖNENLİ, s.572.

(73) KREPS ve WACHT, s.429.

(74) AKGÜÇ, s.742.

Yukarıda konu edilen avantajdan faydalanmak üzere özellikle kârlı işletmelerin, ödemek zorunda oldukları vergilerden kaçınmak için, zarar eden işletmelerle birleşme ya da satın alma yoluna gittikleri de sık sık görülmektedir (75).

Ülkemizde özellikle son yıllardaki ekonomik koşulların da etkisiyle başarısızlığa düşen işletmelerin ekonomiye kazandırılması amacıyla, işletme birleşmelerinin özendirilmesine dönük çalışmalar yapılmaktadır. Nitekim Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8.maddesine eklenen 14 numaralı bent hükmü ile (76), Kurumlar Vergisi Kanununa göre yapılan devirlerde (satın almalar) fesh edilen kurumun devir öncesi son bilançosunda görülen indirimi yapılmamış zararların devralan (satın alan) kurumca beyan edilen kurum kazancından indirilmesine imkan tanınmıştır. Kurumlar Vergisinde öngörülen şartlar çerçevesinde yapılan devirlerde, fesh edilen kurumun devir öncesi son bilançosunda görülen zararlar devralan kurumca 5 yıl içinde kurum kazancından indirilebilecektir. Kazancın yeterli olması halinde ise, bu zararın daha kısa sürede indirilmesi mümkün olabilmektedir.

F. İşletme Başarısızlıkları

Bir işletmenin başarısızlığı ya ekonomik ya da finansal olabilir. İşletmenin borç yükünün olmaması ve uygun bir yönetime sahip olması durumlarında bile, o işletme kârlı bir biçimde işletilemiyorsa, ekonomik olarak başarısız bir işletmedir (77). Ekonomik başarısızlık, yatırımlar üzerinden elde edilen verim oranının, işletmenin kabul edebileceği minimum verim oranından, ya da benzer yatırımlardan elde edilen verim oranından daha küçük olması, veya gelirlerin maliyetleri karşılayamaması anlamındadır.

(75) JOHNSON ve MELICHER, s.635.

(76) 3239 Sayılı Kanun, RG. (11 Aralık 1985), No.: 18955.

(77) SCHALL ve HALEY, s.765.

Ekonomik olarak başarısız olan bir işletme için yapılabilir en iyi şey, işletmeyi tasfiye etmektir (78).

Finansal başarısızlık işletmenin ekonomik başarısızlığına bağlı değildir. Şayet, işletme cari borçlarını ödeyemiyorsa, teknik açıdan nakit darlığı içerisinde olduğu kabul edilir. Böyle bir nakit darlığı geçici nitelikte olduğunda çözümü mümkün olabilir. Diğer taraftan, iflas durumu ise, işletmenin borçlarının varlıklarını aşması demektir. Finansal başarısızlık ise, bu uçlar arasındaki bütün durumları kapsar (79).

Finansal başarısızlığın nedenleri çok olmakla birlikte genel olarak iki kategoride toplanabilir. Birincisi, genel yönetim problemleri; ikincisi, finansal problemlerdir (80). Başarısızlığın çoğu, ya doğrudan ya da dolaylı olarak, yönetimle ilgilidir. Genelde, finansal olmayan sorunlar zararlılara, bu zararlar da finansal güçlüklerle ve sonuçta başarısızlığa yol açarlar (81).

İşletme başarısızlığının nedenleri konusunda yapılan bir araştırmada, başarısız işletmelerin yaklaşık % 90 da yetersiz yönetimden söz edilmiştir. Diğer en önemli nedenlerden biri de, fazla miktarda borç kullanılması ve gereğinden daha hızlı büyüme, olarak tespit edilmiştir (82).

Finansal problemlerin en önemlisi yetersiz çalışma sermayesidir. Bir işletme hızlı bir şekilde büyüyorsa, alacaklara, stoklara ve nakit ve benzerlerine daha çok yatırım yapmak ihtiyacını duyabilir. Bu nakit ihtiyaçları ya kârlarla ya da borçlarla finanse edilebilir. Bununla birlikte,

(78) SCHALL ve HALEY, s.765

(79) VAN HORNE, s.619.

(80) STEVENSON, s.364.

(81) VAN HORNE, Fundamentals of Financial Management (New Jersey: Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs,1974),s.516

(82) HIGGINS, s.398.

bir işletmenin ilk yıllarındaki kârlılığı, büyük bir olasılıkla, az olacağından, işletme gittikçe artan bir finans ihtiyacıyla karşılaşacaktır. Bu ihtiyacın karşılanmasında borçlanmaya gitme yolu birçok işletmece benimsenmesine rağmen, belirli sınırlar üzerinde borçlanma, işletmeyi büyük rizikolara sokacağından, bu yol sınırsız olarak kullanılamayacaktır (83).

Bir işletmenin ani olarak çökmesi, başarısızlığa uğraması çok nadirdir. Başarısızlığa doğru giden bir işletme bazı işaretler verir. İşletmenin faaliyet, likidite, borç ve kâr oranlarında kötüye doğru gidişler, hisse senetlerinin fiyatlarında sürekli ve hızlı düşüşler, bankalardaki kredi limitlerinin en son noktasına kadar kullanılması, bankalardaki mevduatın en düşük düzeye inmesi ve bu durumun uzun süre devam etmesi, ödemelerdeki gecikmeler, işletmelerin finansal durumunun bozulmaya yüz tuttuğu konusundaki göstergelerdir (84).

Finansal güçlük içindeki işletmelerin, bu güçlükten çıkarılmalarında çeşitli yollar denenebilir. Bu yollar arasında önemli yeri "birleşmeler" almaktadır (85). İşletmelerin gerek iç faktörler nedeniyle ve gerekse işletmenin kontrolü dışındaki dış faktörler (ekonomik politikalar, yasal düzenlemeler, enflasyon, teknoloji) nedeniyle güçlüklerle karşılaştıklarında, işletmenin beklenen verimliliğinin, istenen verimlilikten daha düşük olması halinde tasfiye gerekli olacaktır; aksi takdirde, işletmenin yeniden hayata kavuşturulması yolunda çabaların yapılması rasyonel bir davranış olur (86).

(83) Samuel M.KINNEY, "Why Companies Are for Sale", içinde: (der.) Corporate Growth Through Merger and Acquisition (New York: American Management Association, Report No. 75, 1963), s.43-45.

(84) AKGÜÇ, s.869.

(85) Ayrıca bkz.: HIGGINS, s.398.

(86) VAN HORNE, s.286.

Bir işletmenin tasfiye edilmemesi, işsizliğin önlenmesi, kaynakların atıl bırakılmaması ve benzer makro ekonomik açıdan faydalar yanında, önemli boyutlara ulaşan tasfiye masraflarından ve zaman kaybindan korunma gibi durumlarda da "birleşmeye gitme" uygun olacaktır (87). İflası önlemede çoğu zaman "birleşme"ler tek çıkar yol olabilmektedir (88).

Örneğin, büyük ümitlerle kurulan ve Amerika'da tarifeli uçak şirketleriyle büyük fiyat rekabetine giren genç uçak şirketi People Express Airlines Inc., 1985 yılında 13,5 milyon dolarlık faiz borucudu ödeyemeyeceğini anlayınca Texas Air Corp'ın birleşme teklifini bir can simidi olarak görmüştür. Mali kesimde de benzer olaylar yaşanmıştır. Bank Amerika'nın faaliyetleri zararlı sonuçlanınca, First Interstate Bank bu banka ile birleşme çalışmalarına başlamıştır (89).

Burada üzerinde önemle durulması gereken nokta krizde olan işletmelerin batmasına, kapanmasına göz yumulmayışı, ya yönetimin el değiştirmesi ya da diğer bir işletmeyle birleşmeye gidilerek kurtarılmaya çalışmasıdır.

Literatürde birleşmelerin iflasın alternatifi olarak işlev görebileceği ve finansal güçlük içindeki işletmelerin ortakları açısından, birleşmenin, daha çok fayda sağlayacağı ileri sürülür. Birleşme sonucunda hissedarların pozitif değerli hisse senetlerine sahip olabileceği, iflas durumunda ise, çoğunlukla, hiç bir şey elde edilemeyeceği söylenmektedir. Nitekim 1983 de yapılan bir çalışmada 162 iflas etmiş işletmenin 66'sında hisse senetlerinin değeri sıfıra düşmüştür (90).

(88) HIGGINS, s.398.

(89) Tefvik GÜNGÖR, "Birleşmeler, satın almalar ne getiriyor?", Dünya (1 Kasım 1986), s.2.

(90) Victor PASTENA ve William RULAND, "The Merger/Bankruptcy Alternative", The Accounting Review, C.61, S.2 (Nisan 1986), s.288-293.

Finansal güçlük içindeki işletmelerle birleşme konusunda alıcı işletmeler daha çok istekli görünmektedirler. Çünkü, güçlük içindeki işletmelerin alış değerleri, birçok durumlarda net varlıklarının altında olmaktadır (91).

İşletmeleri birleşmeye götüren nedenlerden bir diğeri de, özellikle büyük işletmelerin, istenen kârlılığa ulaşamayan kuruluşlarını satarak, kârlı gördüğü alanlarda yoğunlaşma isteğidir. Harvard Business School'un yaptığı bir araştırmada yeralan aynı durumdaki 33 şirketten üçte ikisinin bir grup işletmesini bu amaçlarla sattığı görülmüştür (92).

Konu, özellikle, Türkiye açısından önemlidir. Nitekim gerek iç faktörler, gerek dış faktörlerin etkisiyle birçok işletme finansal zorluk içine düşmüşlerdir. Örneğin, sadece 1986 yılında İstanbul'da mal varlıkları yaklaşık 150 milyarı bulduğu ileri sürülen 235 şirket iflas ederek, bu işyerlerinde çalışan 20 bin kişi açıkta kalmıştır (93). Bu şirketlerin birçoğu güçlüğüne rağmen faaliyetlerine devam edebilir ve topluma ekonomik katkılarda bulunabilirdi.

G. İyi Bir Yönetime Sahip Olma

İşletmeleri birleşmeye götüren nedenlerin ağırlığı, çeşitli dönemlerde farklı olmuştur.

Örneğin, 19. yüzyılda birleşmelerde hakim olan düşünce, rekabetin kaldırılarak ya da azaltılarak monopolçü güce sahip olabilmektir; 1920'lerde birleşmelerin temel amacı, 1929 krizinin de etkisiyle, finansaldır. Günümüzde ise birleşmelerin genelde önemli amacı, ne monopol gücü yaratmak ne de finansal kaldiraçtan faydalanmaktır; amaç, en uygun endüstride faaliyette bulunmak, büyümeyi sürekli kılmak,

(91) George D.MCCARTHY, "Premeditated Merger" H.B.R., C.39, S.1. (Ocak-Şubat 1961), s.75.

(92) "Başka Şirketleri Satın Almak Ne Getiriyor?" Dünya (19 Ocak 1987), s.9.

(93) Mustafa KILIÇ, "İstanbul'da İflas Fırtınası" Güneş (3 Ocak 1987), s.10.

istikrarı arttırarak güçlü bir pozisyon yaratmaktır. Bu nedenle, günümüzdeki dönem, "yönetim yönlü birleşmeler dönemi" olarak isimlendirilmektedir (94).

Büyük yeteneklere sahip yöneticiler bulma ve istihdam etme olanakları kısıtlı olan işletmeler için, bu özelliklere sahip olan işletmelerle birleşmek büyük avantajlar sağlayabilecektir.

İşletmeler küçük iken gereken nitelikte, yeterlilikte ve sayıda uzman kişilerin temini nispeten kolaydır. Büyüme ve teknoloji arttıkça, gereken nitelikte ve sayıda kişilerin bulunması zorlaşacaktır. Bu zorluğun aşılmasında işletmenin olanakları yetersiz kaldığında, arzulanan nitelikteki kişilerin olduğu işletmelerle birleşmek en iyi yol olabilmektedir (95).

İ. Rekabetin Azaltılması

Aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılacak birleşmeler, rekabetin azaltılması açısından önemlidir. Birleşen işletmeler toplam arzın daha büyük kısmına sahip olarak, pazarda bu gücün faydalanabilirler (96). Nitekim Amerika'da ilk birleşme faaliyetlerinin bu yönde gelişme göstermesi üzerine antitröst kanunlar çıkarılarak, uygulamalar engellenmeye çalışılmıştır.

Federal Almanya'nın en büyük şirketlerinden Hoechst'ün, A.B.D.'nin önde gelen şirketi Celanese'i satın alarak, dünyanın en büyük kimya şirketi durumuna gelmesinin temel amacı, monopolcü gücün getireceği avantajlardan faydalanmaktır (97). Gene benzer bir örnek, Amerika'nın ITT Şirketi ile Fransız şirketi Campagne General D'Electricite (CGE)'nin telekomünikasyon alanındaki faaliyetlerini birleştirmesidir. Yeni şirketin kurulmasıyla, Fransa telekomünikasyon

(94) STACEY, s.44-45.

(95) Munro CORBIN, "Acquisition for Long-Range Growth", içinde: (der.) Corporate Growth Merger and Acquisition. a.g.k., s.20.

(96) HUSBAND ve DOCKERAY, s.585.

(97) "Hoechst, Celanese'i Alıyor", Dünya (16 Kasım 1986),s.1.

pazarının % 84'ü ele geçirilerek önemli bir tekelci güç elde edilmiştir (98).

K. Psikolojik Unsurlar

İşletme birleşmelerinde ekonomik nedenler ön planda tutulmasına rağmen, psikolojik nedenlerin de önemli rol oynadığı gözlenmektedir.

Kişilerin yönetsel ve finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük organizasyonları yönetme tutkusu, hırsı, işletmenin devamını güvenceye alma duygusu, demode olma kuşkusu da birleşme kararlarında etkili olabilmektedir (99).

Halka kapalı işletmelerin sahipleri için psikolojik düşünceler daha önemlidir. İşletmenin varlığını sürekli kılmak için, halka açık işletmelerle birleşmeye gitme, birçok durumlarda, tek çıkar yol olabilmektedir (100). Özellikle bu tür işletmelerde işletme sahibinin ölmesi ya da emekliye ayrılma isteği yanında, vergi durumundan yararlanmak için birleşmeye gitmek çekici olmaktadır (101).

Gerçekte işletmeleri birleşmeye iten pek çok nedenler olmasına rağmen, işletmelerin büyüklüğü, yönetim felsefesi, işletmenin içinde yer aldığı çevrenin dinamik olup olmaması, ülkenin gelişmişlik düzeyi ve benzeri içsel ve dışsal faktörlerin etkisiyle bu nedenlerin çeşitliliği ve önem dereceleri farklı farklı olacaktır.

V. ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İŞLETME BİRLEŞMELERİ

II. Dünya Savaşı sonrası ekonomik ve sosyal şartların hızla değişmesi, fiyatların ve kârların artması, işletme-

(98) "ITT ile CGE Birleşti" Dünya(20 Ocak 1987), s.8.

(99) AKGÜÇ, s.743.

(100) STACEY, s.44.

(101) WYATT ve KIESO, s.20.

leri sonuçların daha kısa sürede alındığı dışsal büyüme-
lere, özellikle de, birleşmelere itmiştir.

A. Amerika'da İşletme Birleşmeleri

Amerika'da ilk önemli birleşme hareketleri 1885'lerde başlamış 1903'e kadar, ikinci önemli birleşme hareketleri 1919'larda başlamış 1929'lara kadar sürmüştür. Üçüncü birleşme hareketi ise 1945'lerde başlamış olup günümüzde halen devam etmektedir. Genelde ilk dönemde gerçekleştirilen birleşmeler yatay, ikinci dönemde gerçekleştirilen birleşmeler ise dikey olmuştur. Üçüncü dönemde ise karma birleşmeler ağırlıktadır (102).

1960'lı yıllardaki işletme birleşmeleri, 1920'li yıllardaki birleşmelerin sayısına göre çok fazla sayılara ulaşmıştır. Birleşmelerin 1930'lardan 1970'lere doğru (1968'de en üst noktaya ulaşmıştır) gittikçe artan bir eğilim göstermesine rağmen, 1968'den sonra hızlı bir düşme görülmüştür. Bu düşüşün nedenleri çeşitlilik göstermektedir. Bunda idarenin uyguladığı antitröst politikaların ve birleşmelerde sağlanan vergi avantajlarının azaltılması gibi uygulamaların önemi büyük olmuştur. Bu arada büyümenin getirdiği yönetim zorluğunun da rolü olduğu söylenmektedir (103).

Tablo I-1'de A.B.D.'de 1977, 1978 ve 1977 ile karşılaştırılmalı olarak 1948 ve 1967 yılları arasında madencilik ve imalat sanayiinde 10 milyon dolar ve daha fazla varlığa sahip işletmeler arasında gerçekleştirilen birleşmelerle ilgili sayılar verilmektedir (104).

(103) SCHALL ve HALEY, s.717-718.

(104) JOHNSON ve MELICHER, s.633.

Tablo I-1 Amerika'da Madencilik ve İmalat Sanayiinde Yapılan Birleşmeler

Birleşme Türleri	Sayı			
	1948-1977	1967-1977	1977	1978
1) Yatay	304	141	26	21
2) Dikey	183	73	4	13
3) Karma	1.326	812	70	76
(Ürün Genişleme)	791	448	38	37
(Pazar Genişleme)	76	36	0	0
(Saf)	459	328	32	39
TOPLAM	1.813	1.026	100	110

Birleşme Türleri	Yüzde Olarak			
	1948-1977	1967-1977	1977	1978
1) Yatay	16.8	13.7	26	19.1
2) Dikey	10.1	7.1	4	11.8
3) Karma	73.1	79.2	70	69.1
(Ürün Genişleme)	43.6	43.7	38	33.6
(Pazar Genişleme)	4.2	3.5	0	0
(Saf)	25.3	32	32	35.5
TOPLAM	100.0	100.0	100.0	100.0

Görüldüğü üzere, her bir dönemde, karma birleşmeler büyük boyutlara ulaşmıştır.

1980'li yıllarda da birleşmelerin hızla devam edeceği tahmin edilmektedir. Nitekim 1987 başlarında birleşme faaliyetleri birleşme tarihinin en yüksek noktasına ulaşmıştır (105).

(105) Herbert S.ADLER ve Christopher G.SNEATH, "Acquiring Companies in the U.S.A." Long Range Planning C.20, S.2 (Nisan 1987), s.42.

B. Bazı Avrupa Ülkelerinde Şirket Birleşmeleri

A.B.D.'de birleşmeler bir asırdan beri ekonomik gelişmede önemli bir role sahipken, II.Dünya Savaşı öncelerinde Batı Avrupa ülkelerinde henüz pek bilinmiyordu. Ancak, 1950'li yılların başında, uygun tarzda yapılan birleşmelerin hem makro, hem de mikro düzeyde büyük faydalar sağlayabileceği farkedildi (106).

İngiltere'de birleşme faaliyetleri 1960'lı yılların sonlarıyla 1970 yılının başlarında çok popüler olmuştur. Tablo I.2'de 1954-1969 döneminde İngiltere'deki birleşmeler verilmektedir (107).

Tablo I-2. 1954-1969 Döneminde İngiltere'de Şirket Birleşmeleri

Yıllar	Kamu Şirketleri	Özel Şirketler	Tüm Şirketler
1954	42	233	275
1955	49	245	294
1956	44	202	246
1957	70	231	301
1958	60	273	333
1959	98	461	559
1960	81	655	736
1961	64	568	632
1962	62	574	636
1963	77	808	885
1964	71	868	939
1965	75	920	995
1966	78	727	805
1967	84	557	641
1968	140	458	598
1969	-	-	-
TOPLAM	1.095	7.780	8.875

(106) STACEY, s.13.

(107) a.g.k., s.13-17

Tablo I-2'ye 1954-1969 döneminde İngiltere'de borsaya kote olmuş işletmeler arasında yapılan birleşmeler dahil edilmiştir.

Yukarıda da görüldüğü üzere 1965'e kadar birleşmelerde hızlı bir artış, 1965'den sonra, birleşme sayısında bir düşme olmuştur. Bu düşmenin nedeni ise, o dönemde getirilen ve birleşmeleri, daha doğrusu monopolçülüğü engelleyici yasal uygulamalar olduğu belirtilmektedir (108).

1970 sonlarına doğru birleşme faaliyetlerinde yeniden artışlar olan İngiltere'de, birleşmelerden en çok beklenen amaç daha büyük bir işletmeye katılma, yeni pazarlara girme olmuştur. 1978-1979 yıllarında İngiltere'nin en büyük şirketlerden olan Unilever, GEC, ICI ve büyük bankalar bu amaçlarla birleşmelere gitmişlerdir. 1970'li yılların başlarında Amerikan dolarının değer kaybetmesi ve borsada hisse senetleri fiyatlarındaki düşmeler, İngiliz şirketlerini, uluslararası boyutlarda birleşmelere teşvik etmiştir (109).

İngiltere'de dışsatımı geliştirmek ve teknolojik ilerlemeyi gerçekleştirmek için, ulusal ekonomiye yararlar sağlayabilecek büyümeleri desteklemek üzere kamu politikası uygulanmaktadır. 1966'da yasalaştırılan Sanayide Reorganizasyon Kurumu Yasası (Industrial Reorganization Corporation Act) ile herhangi bir sanayide yeniden düzenleme ve gelişmeyi desteklemek ve yardım etmek amaçlanmıştır (110).

Değişik bir özellik gösteren böyle bir uygulama, mevcut pazar mekanizması ile yapılması güç görünen birleşme veya satın alma hareketlerinin bir kamu politikası haline getirilmesine örnek oluşturmaktadır. Daha kaliteli yöne-

(108) STACEY, s.22.

(109) OGLE, s.327

(110) ÖZBAŞAR, s.191.

tim, daha etkili araştırma ve geliştirme, daha iyi tasarım ve pazarlama, daha da önemlisi, üretimi arttıracak modern tesisleri yapabilecek işletmeleri birleşme ve satın alma yoluyla gruplamak yoluna gidilmesi öngörülerek, birleşmeye uygun işletmeler için kullanılmak üzere, belirli bir fon ayrılmıştır (111).

1980'li yıllara gelindiğinde İngiltere ekonomisinde iki önemli gelişme olmuştur. İlki, sanayide tahmin edilemeyen boyutlarda birleşme faaliyetlerinin görülmesidir. İkincisi, İngiltere şirketlerinin, ulusal sınırları aşarak, uluslararası alandaki birleşmelerinin artışıdır(112).

İngiltere'de olduğu gibi diğer Avrupa ülkelerinde de, hem ulusal hem de uluslararası boyutlarda şirket birleşmeleri hızla yayılmaktadır. Özellikle son yıllarda doların değer kaybetmesi sonucunda birçok Avrupa şirketi A.B.D. şirketleriyle birleşmelerini arttırmışlardır.

Birçok Avrupa ülkesinde işletmeler arasında birleşmeler, A.B.D. ve Japon kökenli şirketlerin yoğun rekabete karşı bir savunma silahı olarak, desteklenmektedir (113).

Fransa diğer Avrupa ülkeleri arasında sanayisi en çok bölünmüş bir ülkedir. Bu nedenle küçük ve çok sayıda işletmelerin birleşerek rasyonelliği arttırması amacıyla destekleyici çalışmalar yapılmaktadır. Fransa, ulusal refahın arttırılmasında, ihracat imkanlarının genişletilmesinde, rekabet üstünlüğünün sağlanmasında şirket birleşmelerine büyük önem vermektedir (114).

Uygulanan böyle bir programın da etkisiyle gerek Fransa içinden ve gerekse Fransa dışından şirketlerce

(111) STACEY, s.106-109.

(112) Manmohan S.KUMAR, Growth, acquisition and investment (London: Cambridge University Press, 1984), s.1.

(113) ÖZBAŞAR, s.193.

(114) STACEY, s.126.

nispeten küçük ölçekli şirketlerle birleşmek için büyük talep olmaktadır. Son dört yılda şirket birleşmelerinin hızlı artması nedeniyle, borsa göstergeleri rekor tırmanma göstermiştir (115).

Almanya'da da şirket birleşmeleri hızla artmakta ve birleşmeler teşvik edilmektedir. Ancak birleşmelerde iki işletmeden birinin veya her ikisinin kendi faaliyet kolundaki pazar payı % 20'yi aşıyorsa birleşmenin Kartel Bürosuna bildirilmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, bu büroya az sayıda müracaat olmaktadır. Çünkü birleşmeleri ayırma gibi bir uygulama olmadığı için, birleşme olduktan sonra da bildirimde bulunmak yeterli görülmektedir (116).

Bir karşılaştırma yapmak amacıyla 1963-1969 döneminde İngiltere'de, Amerika'da ve Batı Almanya'da faal şirket sayısı ve birleşen şirket sayıları Tablo I.3'de verilmektedir.

A.B.D.'de, ilgili dönemde, yaklaşık 5 milyon şirket arasında yıllık birleşme sayısı 1500 ile 4500 arasında, İngiltere'de 500 bin şirket içinde yıllık 600 ile 1000 arasında, Almanya'da 60 bin kadar şirket arasında yıllık birleşme sayısı 200-300 arasında olmuştur. Diğer bir ifadeyle, A.B.D.'de her 1000 şirketin 1.08'i, İngiltere'de 0.90'ı ve Batı Almanya'da 2.93'i birleşmiştir (117).

Dolayısıyla, ilgili dönemde şirket birleşmelerinin en yoğunluk kazandığı ülkenin Batı Almanya olduğu görülmektedir.

(115) "Paris, Şirket Ele Geçirme Nöbetine Yakalandı", Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl 8, S.90 (Ağustos 1986), s.48-49.

(116) STACEY, s.126-127.

(117) A.g.k., s.24.

Tablo I-3. 1963-1969 Döneminde A.B.D., İngiltere ve Batı Almanya'da Şirket Birleşmeleri

Yıllar	A.B.D.			İngiltere			Batı Almanya		
	Şirket Sayısı	Birleşme Sayısı	Şirket Sayısı	Birleşme Sayısı	Şirket Sayısı	Birleşme Sayısı	Şirket Sayısı	Birleşme Sayısı	
1963	4.789.000	1.361	478.060	885	46.361	183			
1964	4.829.000	1.950	512.590	939	44.394	253			
1965	4.875.000	2.125	539.274	995	52.816	303			
1966	4.895.000	2.377	556.259	805	56.580	284			
1967	4.910.000	2.975	569.820	641	60.444	170			
1968	4.930.000	4.462	553.282	598	64.734	193			

C. Türkiye'de İşletme Birleşmeleri

Türkiye'de birleşen işletmelerle ilgili özel istatistiksel bilgiler toplanmamaktadır. Bu nedenlerle Türkiye'deki birleşen işletme sayısı konusunda bir rakam verilememektedir. Bununla birlikte, kamu işletmeleri arasındaki birleşmeler özellikle de, banka işletmelerinde, 1950'lerden sonra yaygınlaşmıştır. Bilinebilen ilk büyük birleşme faaliyeti, Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-i Osmanî-i Şahane'nin 1874 yılında gerçekleştirdikleri birleşmedir (118).

Türkiye'deki şirket birleşmeleri, daha çok, zor durumda olan şirketlerin ekonomiye tekrar kazandırılması, kurtarılması amacıyla yapılmaktadır. 1950'den sonra, özellikle, bankacılık sektöründe görülen birleşmelerin ana amacı da bu olmuştur.

Örneğin (119):

1959'da Türkiye Eski Muharıpler Bankası Tumsu Bank'la birleştirilerek, Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adını almıştır.

1960'ta Türkiye Turizm Bankası T.C.Turizm Bankasıyla birleştirilmiştir.

1962'de İstanbul Bankası T.C. Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir.

Anadolu Bankası ise 1988'de Türkiye Emlak Kredi Bankasıyla birleşerek Konutbank adı altında faaliyetlerini devam ettirmektedir.

Daha çok bankacılık sektöründe görülen birleşme faa-

(118) TÜRK, s.96.

(119) Ayrıntılı bilgi için bkz.: AKGÜÇ, 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık (İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1987), s.34-41.

liyetleri, özellikle 1980 sonrasında uygulanan ekonomik politikalarının da etkisiyle özel sektör sanayi şirketleri arasında da hızla yayılmıştır.

1980 yılında uygulamaya konulan istikrar programında dışa açılma, serbest pazar ekonomisine geçiş, liberalleşme gibi amaçların bulunması, şirketleri önemli ölçüde etkilemiştir. Yüksek faiz politikası şirketleri yatırım kararlarında daha rasyonel davranmaya zorlayarak, daha etkin, daha verimli çalışma yollarını aramaya itmiştir. Dolayısıyla, verimli çalışmayan işletmeler ya tasfiye edilme durumuyla karşılaşmışlar ya da diğer şirketlerle birleşmenin yollarını araştırmaya başlamışlardır.

Bankacılık sektöründe olduğu gibi, sanayide de şirketler arasında yapılan birleşmelerin esas amacı finansal olmaktadır. Zor durumdaki bir şirketin çok ucuza satın alınabileceği, ya da zarardaki bir şirketle birleşerek vergi avantajlarından faydalanılabileceği veya borç kapasitesinin genişletebileceği için birleşmelere gidildiği gözlenmektedir. En çok ta getirilen vergi avantajları nedeniyle, aynı holding bünyesinde iki şirketten zarar eden şirketin kârlı şirketle birleştirilmesi şeklinde örneklerle karşılaşılmaktadır. Pemko Profilo Elektrik Motorları ve Kompresör Sanayii A.Ş.'nin aynı holding çatısı altındaki Peg Profilo Elektrikli Gereçler Sanayi A.Ş. ile birleştirilmesinde olduğu gibi.

Zor duruma düşen şirketlerin satılması ya da birleştirilmesiyle ilgili olarak 1982 yılı ortalarında Transtürk Holding'e ait Olmuk Mukavva Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Sabancı Holding tarafından satın alınarak, Olmuksa Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş. olarak faaliyetlerine devam etmesi gösterilebilir. Aynı şekilde zor durumda olan Hazet Holding'e bağlı İGS'nin denetimi altındaki İzmir Yün Mensucat'ın satılması, gene finansal güçlük içinde bulunan çeşitli 22 şirketin Okumuş Holding tarafından satın alınması

örnek olarak verilebilir (120).

Vergi avantajları ya da zordaki şirketlerin ucuza alınabilme fırsatlarını değerlendirme yanında Türkiye'de daha değişik amaçlarla yapılmış birleşmeler de bulunmaktadır. Örneğin Ege Endüstri A.Ş. ile Karteks A.Ş.'nin birleşmesi gibi. Otomobil yan sanayiinde üretim yapan Ege Endüstri A.Ş. ile Ambalaj Sanayiinde üretim yapan Karteks riski dengelemek amacıyla çeşitlendirmeye gitmek için birleşmişlerdir (121). Değişik bir diğer örnek te Sabancı Holding'in İsviçre pazarına girebilmek için Henfty Şirketi'ni satın almasıdır.

Türkiye'de şirket birleşmeleri, birçok ülkede olduğu gibi, çeşitli uygulamalarla teşvik edilmektedir. Aşağıda birleşmelerle ilgi Türkiye'de uygulanmakta olan bazı yasal düzenlemeler özetlenmiştir.

Türk Ticaret Kanunu'nun (T.T.K.) birleşme için öngördüğü koşullar:

- Birleşen şirketlerin aynı türden olmaları (Birleşme açısından, kollektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı türden sayılmaktadır).(T.T.K.: m.146).

- Birleşmeyle ilgili karar alınması ve bu kararın tescil ve ilan edilmesi (T.T.K.: m.146).

- Bilanço denetlenerek ilan edilmesi (T.T.K.: m.149).

Birleşme, birleşme kararının ilanı gününden itibaren üç ay sonra geçerlilik ifade eder. Şayet kararın ilânından önce birleşen şirketler borçlarını yerine getirmiş veya borcu karşılayacak parayı T.C. Merkez Bankasına ya da güvenilir bir bankaya yatırmış veyahut alacaklılar, şirket-

(120) "Okumuşun Hacze Giden Yolu ve 22 Şirket", Hürriyet (10 Ağustos 1986), s.4.

(121) "Şirket Evliliği", Güneş (13 Ekim 1987), s.5.

lerin birleşmesine razı olmuş ise, birleşme kararı ilan gününden itibaren geçerli olmaktadır.

Birleşen şirketlerin alacaklıları ilandan itibaren üç ay içinde ilgili mahkemeye başvurarak birleşmeye itiraz edebilirler. Alacaklılar üç ay içinde itiraz etmezlerse, birleşme işlemi kesinleşir ve kalan ya da yeni kurulan şirket ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Varlığı sona eren şirketlerin tüm hak ve borçları kalan veya yeni kurulan şirketce üstlenilir (T.T.K. m.151).

T.T.K. da anonim şirketlerin birleşmelerine ilişkin özel hükümler de yer alıp, alacaklıların haklarını koruyucu önlemler getirilmiştir (T.T.K., m 451,452,453).

Birleşmelere ilişkin vergi hükümleri ise şu şekilde özetlenebilir:

Gelir Vergisi Kanununa (G.V.K.) göre, ortaklık haklarının veya hisselerinin devir ve temlikinden, faaliyeti durdurulan bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından doğan kazançlarının anılan kanunda belirtilen sınırları aşan kısmı vergiye tabidir (G.V.K., m.81/4). Kazanç, satış, devri, temlik bedelinden, maliyet değerleri ile bu işlemler dolayısıyla yapılan ve satıcıların üstünde kalan giderlerin indirilmesiyle bulunan tutardır. Ticari kazançlı bilanço esasına göre saptanan işletmelerde maliyet bedeli yerine son bilançoda yazılı değerler esas tutulur.

Faaliyetine devam eden ticari bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından doğan kazançlar, gene anılan kanuna göre, ticari kazanç sayılmaktadır (G.V.K. m.81/4).

Bir veya birkaç kurumun birleşmesi halinde ise, birleşme kârı, kurumlar vergisine matrah olur (K.V.K. m.36). Birleşme kârı, birleşmeden sonraki servet değeri ile birleşmeden önceki servet değeri arasındaki olumlu farktır.

K.V.K.'da aşağıdaki koşulların varlığı halinde, birleşmeler, devir olarak nitelendirilmiştir (K.V.K. m.37).

- Birleşme sonucunda varlığı sona eren kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezleri Tırkiye'de bulunacaktır.

- Varlığı sona eren kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini, devralan kurum, tım halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir.

- Devralan kurum, varlığı sona eren kurumun ortaklarına veya sahiplerine devraldığı servet oranında pay verecektir.

K.V.K.'da devir olarak nitelendirilen hallerde, bazı Şekil koşullarına uyulması halinde, birleşmeden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez (K.V.K. m.38).

Görüldüğü üzere, gerçekte, devir ve birleşmeden doğan kârlar, varlığı sona eren işletmenin hukuki Şekline göre, gelir veya kurumlar vergisine konu olmaktadır. Ancak, Şirketlerde etkinliği arttırmak, finansal güçlük içindeki Şirketleri kurtarmak, istihdamı arttırmak, Şirketlerin devamlılığını sağlamak gibi düşüncelerle Şirketlerin birleşmeleri teşvik edilerek vergi avantajları sağlanmıştır. Ayrıca, daha önceden de belirtildiği üzere, zarardaki bir işletmenin kârlı bir işletmeyle birleşmesi durumunda (K.V.K.nun öngördüğü özel koşullara uygun) devralınan zarar beş yıl içersinde, kârlılık yeterli ise, daha kısa sürede kurum kazancından düşülebilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN
FİNANSAL ANALİZİ

İşletme birleşmeleri çeşitli açılardan analiz edilebilir. Birleşmelerin hukuksal, yönetsel ve vergicilik açısından yarattığı çeşitli problemleri olmasına rağmen, günümüzdeki çalışmalar, genellikle birleşmelerin finansal açıdan incelenmeleri üzerinde yoğunlaşmaktadır (1).

Birleşmelerin esas amacı, uzun dönemde işletme değerini maksimumlaştırmaktır. Bu ise, büyük ölçüde, birleşme öncesi yapılacak değerlendirme çalışmalarına bağlıdır. İyi hazırlanmış finansal analiz çalışmalarının, iktisadi açıdan çekici olmayan adaylarla birleşmenin riskini ya da çekiçi bir adaya fazla ödemede bulunmanın riskini en aza indirmede, önemli bir rolü vardır (2).

İşletme birleşmelerinin finansal analizinde yapılması gereken çalışmalar, genel olarak, üç grup altında toplanabilir? Bunlar: 1) Birleşme faaliyetlerinin planlanması, 2) Birleşilecek aday işletmelerin araştırılması, seçimi, 3) Aday işletmenin değerinin belirlenmesidir.

(1) H.Donald HOPKINS, "Long-Term Acquisition Strategies in the U.S.Economy" Journal of Management, C.13, S.3 (1987), s.557.

(2) Alfred RAPPAPORT, "Strategic Analysis For More Profitable Acquisitions", içinde: Dwight B.CRANE (der.), Financial Management (New York: John Wiley and Sons, Inc., 1983), s.346.

Bir birleşmenin finansal analizinde de üzerinde en çok durulan konu, birleşilecek ya da satın alınacak işletmenin değerinin saptanmasıdır (3).

I. İŞLETME DEĞERİ KAVRAMI

İşletmeciliğin en zor problemlerinden biri değer tayinidir. İşletme birleşmelerinin analizinin de en karmaşık aşamasını işletme değerinin belirlenmesi oluşturur. Değerin, hemen hemen daima sübjektif, daha doğrusu, nispi bir kavram olması nedeniyle, saptanması oldukça zordur.

İşletmenin maddi yapısını oluşturan çeşitli varlıkların değerlendirilmesi, maddi olmayan varlıkların değerlendirilmesine nazaran, daha kolaydır. Bir işletmenin kurulması için organizasyon giderleri, sabit varlıkları elde etmek için yapılan giderleri ve işletme çalışmaya başlayıp kârlı hale gelinceye kadar katlanılması gereken giderleri vardır. Bu giderlerin toplamı, kurulmakta olan işletmenin değerini ortaya çıkarır. Halbuki birleşmelerde ve benzeri durumlarda işleyen bir işletme söz konusudur. İşleyen bir işletme değerlendirilirken, yalnızca kuruluş ve sonraki dönemlerde edinilen maddi varlıkların toplamı ile değil, aynı zamanda, orada çalışan insanlarıyla, kullanılan araçlarıyla uygulanmakta olan planlarıyla, ürettikleri mal ve hizmetlerin sunulduğu müşterileriyle, üretim ve sırlarıyla, markalarıyla, tecrübeleriyle ve benzer özellikleriyle ele alınması gerekmektedir (4).

Dolayısıyla, işleyen bir işletmenin değerlendirilmesinde maddi unsurlar yanında, maddi olmayan unsurlar üzerinde de önemle durulması gerekmektedir.

-
- (3) William H.HUSBAND ve James C.DOCKERAY, Modern Corporation Finance (Illinois: Richard D.Irvin, Inc., 1962) s.620-621.
- (4) Robert W.JOHNSON ve Ronald W.MELICHER, Financial Management (Boston: Allyn and Bacon, Inc., 1982), s.405; Mehmet OLUÇ, İşletme Organizasyonu ve Yönetimi (İstanbul: Sermet Matbaası, 1963), s.422.

II. İŞLETME DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDEKİ NEDENLER

İşletmeler, zaman zaman, değerlendirme yapma gereksinimi duyarlar. Örneğin:

- İşletmelerin birleşmelerinde,
- İşletmelerin hisse senetlerinin pazarlanmasında,
- İşletmelerin halka açılmalarında,
- İşletme ortaklarının kâr dağıtım oranlarının değiştirilmesi durumlarında,
- İşletmeye ortak olma veya ayrılma durumlarında,
- Kredi güvenilirliğinin araştırılmasında,
- Şahıs işletmelerinin sermaye işletmelere haline dönüştürülmesinde,
- İşletmelerin tasfiye edilmelerinde,

değerleme sorunuyla karşılaşılır (5).

İşletmelerde, yukarıda sayılan ve benzer nedenlerle, işleyen bir teşebbüs olarak kabul edilebilir bir değerinin saptanmasında, değerlemenin amacına göre, değişik yöntemler kullanılmaktadır. Çalışmada konu, işletmelerin birleşmeleri olması nedeniyle, birleşmelerde işletmelerin değerlendirilmesi üzerinde durulmuştur.

III. BİRLEŞMELERDE İŞLETME DEĞERİNE ETKİ EDEN NİTELİKSEL FAKTÖRLER

Birleşmelerde işletme değerine etki eden niteliksel ve niceliksel faktörler vardır. İşletme değerine etki eden niteliksel faktörlerin öneminin bilinmesine rağmen, rakamsal olarak ifade edilmesinin zorluğundan dolayı, çalışmada niceliksel faktörler üzerinde durulmuştur.

(5) Brian OGLEY, Business Finance (London: Longman Group Limited, 1981), s.366; Gordon WRIGHT, Financial Management (London: Mc Graw-Hill, 1970), s.261; Ömer LALIK, İşletmelerde Firma Değerinin Muhasebe Açısından İncelenmesi (Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayın No.: 80, 1975), s.67; OLUÇ, s.432.

Birleşmelerde işletme değerine etki edebilecek niteliksel faktörlerin bazıları aşağıda verilmektedir (6).

- Yetenekli bir yönetime sahip olma,
- Birleşmeyle gerekli teknik ve araştırma kadrosuna sahip olma,
- Rekabet gücünü arttırma,
- Daha büyük bir işletmeyi yönetme,
- Sınai haklardan ve üretim konusundaki deneyimlerden faydalanma,
- İşletmenin saygınlığını arttırma,
- Mevcut organizasyonu yenileme arzusu gibi.

İşletme değerini etkileyebilecek niteliksel faktörlerin sayısı arttırılabilir. Bu gibi faktörlerin etkilerini rakamlarla ölçmek güç olmasına rağmen, niceliksel faktörlerle birlikte düşünülmesi gerekmektedir. Çünkü, niceliksel analizler sonucu oldukça başarılı görülen işletmelerle yapılan birleşmelerin, niteliksel faktörlere yeterince önem verilmemesi nedeniyle başarısızlığa düştüğü de görülebilmektedir (7).

IV. BİRLEŞMELERİN PLANLANMASI

Birleşme ya da satın alma süreci işletmenin üretim-pazar stratejilerinin ve işletme amaçlarının yeniden gözden geçirilmesiyle başlar (8).

Her yıl pek çok işletme kurulmakta ve bunlardan bir çoğu da başarısızlığa uğramaktadır. Başarısızlık nedenleri çoktur. Bir kısmı iyi seçilmemiş bir yerde kurulmuş olmasından, bir kısmı kalitesiz ürünler veya hizmetler üretir ya da pazarlar olmasından, pek çoğu ise yetersiz

(6) Öztin AKGÜÇ, Finansal Yönetim (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayın No.: 2825, 1982), s.755-756;
J.Fred WESTON ve Eugene F.BRIGHAM, Managerial Finance (London: Rinehart and Winston, Inc., 1970), s.698.

(7) WESTON ve BRIGHAM, s.698-699,

(8) RAPPAPORT, s.347.

para ve sermaye ile işe başlamalarından dolayı başarısızlığa düşmüşlerdir. "Başarısızlığın nedeni olarak kesin bir durumu göstermek zor olmakla birlikte, planlamaya yeterli önem vermeme, en önemlisi olarak görülmektedir. Başarıda şans, katkı sağlayabilir bir faktör olmakla birlikte, planlama, vazgeçilmez bir unsurdur (9).

Birleşmeleri planlama ve birleşmenin başarısı arasında yapılan istatistiksel ve niceliksel araştırmalarda, birleşmenin başarısında en büyük etkenin insanların yetenekleri ve birleşme için yapılan planlama olduğu görülmüştür. Birleşme ya da satın alma faaliyetlerini planlamada ilk hayati adım, amaçların belirlenmesidir (10). İşletme amaçları yatırım politikasının belirlenmesinde, kaynakların seçiminde ve yatırım proje ve programlarının hazırlanmasında yöneticilere yol gösterir. İyi saptanmış amaçlar, yöneticilerin yanlış yollara sapmalarını veya değişik yöneticilerin değişik zamanlarda birbirine zıt kararlar almalarını önler (11). Birleşme amaçları saptanmaksızın birleşmenin değeri de belirlenemez. Amaç belirlendiğinde bu amaç, işletmeye arzu edilen ve beklenen faydaların objektif ölçümüne ve böylece de birleşmede ya da satın almada işletmenin değerini tayin etmede bir temel oluşturmaktadır. Birleşme ya da satın alma, son derecede masraflı ve rizikoludur. Bu kararlar yöneticileri, çalışanları, işletmeye mal satanları, tüketicileri, yatırımcıları ve işletmenin içinde yer aldığı toplumu etkiler.

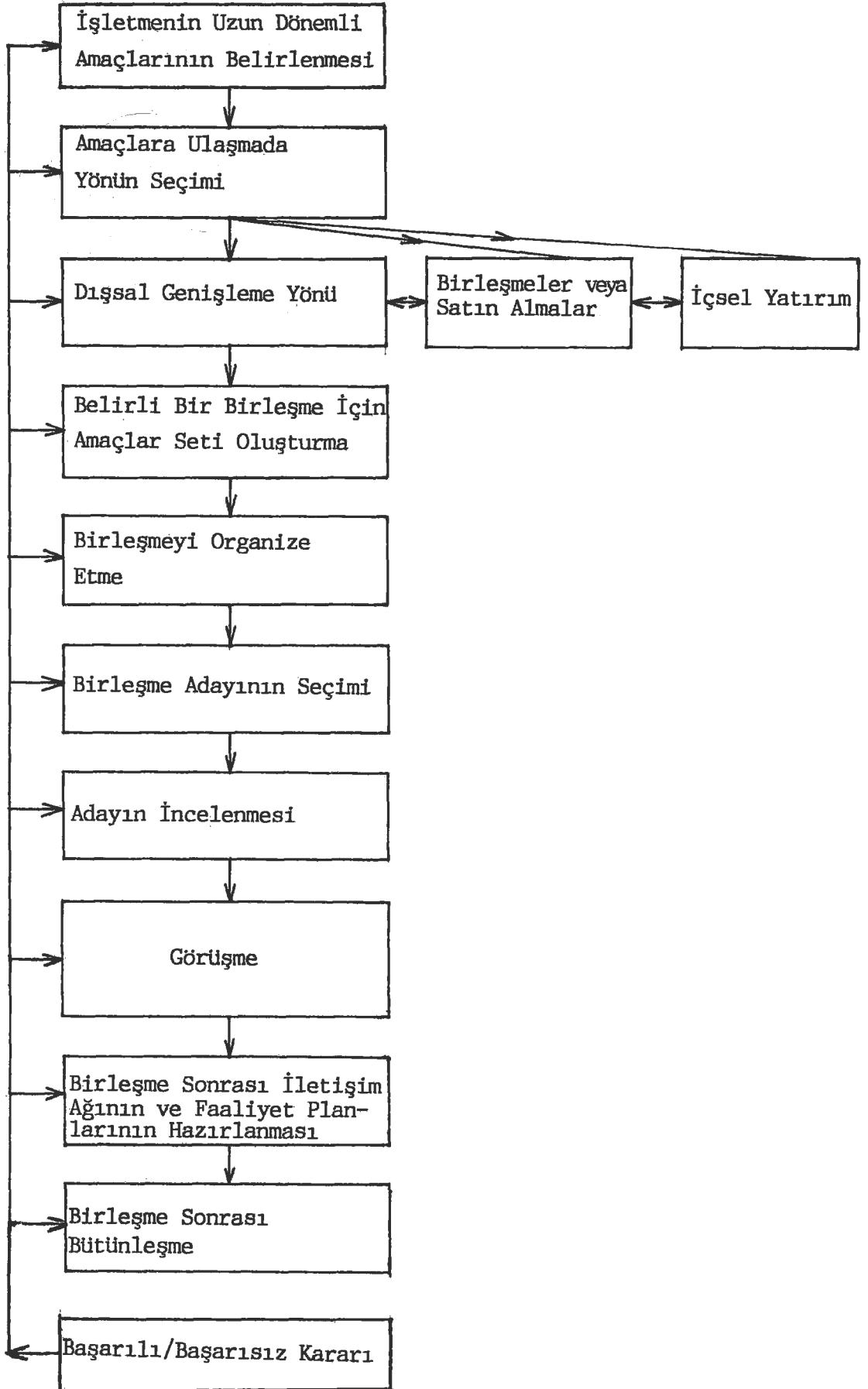
Dolayısıyla, böyle bir kararın alınmasında işletme kaynaklarının optimal kullanımı için, yatırım olayının belirli bir sistem içinde ele alınması gerekmektedir.

(9) Richard A. STEVENSON, Fundamentals of Finance (New York: Mc Graw-Hill, Inc., 1980), s.214.

(10) Trevor D. WISE, "Objektive Setting for Acquisition Activity" Managerial Planning, C.33, S.1 (Temmuz-Ağustos 1977), s.44.

(11) Doğan BAYAR ve diğerleri, Yatırım ve Proje Değerlemesi (Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayın No.: 44, 1985), s.30.

ŞEKİL II-1
Birleşme-Satın Alma Faaliyetlerinin
Planlama Süreci



Şekil II-1, bir birleşmenin planlama sürecinin nasıl işleyebileceğini göstermesi açısından faydalı olabilir (12).

Şekil II-1'e göre birleşmelerin planlanmasında:

- İşletmenin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçlara ulaşılmasında araçların seçilmesi,
- Birleşme ya da satın almanın işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması,
- Potansiyel birleşmeleri belirlemek için araştırma prosedürünün oluşturulması,
- Potansiyel birleşmeleri analiz etmek için ölçütlerin, stratejilerin geliştirilmesi,
- Seçilmiş adayla görüşmek için hazırlıkların yapılması,
- Birleşmenin fiilen gerçekleştirilmesi,
- Birleşme sonucu bütünleşme ve değişikliğin yapılması,
- Bütçe ve sorumlulukların dağıtımı
- Başarının ölçümü

gibi çeşitli aşamalar yer almaktadır.

Birleşmeyle büyümede büyüme yönünün seçimi, işletmenin genel amaçları ışığında olmalıdır. Bu amaçlar doğrultusunda birleşme kriterleri geliştirilebilir. Geliştirilen kriterler basit ve öz olmalıdır. Daha ayrıntılı değerlendirmeler sonraki safhalarda yapılmalıdır. Örnek oluşturulması açısından aşağıda sunulan faktörlerin incelenmesi faydalı olacaktır.

A. Büyüklük

Eğer işletmenin birleşmedeki esas amacı büyüklüğü arttırmak ise, birleşilecek ya da satın alınacak işletme-

(12) VISE; s.45; daha ayrıntılı bilgi için bkz.: Milton B. BURSTEIN Acquisitions and Mergers (New York: Oceana Publications Inc., 1973), s.4.

nin büyüklüğü en önemli kriter olacaktır (13). Şöyle bir kriter seti oluşturulabilir; "net kazançları 20 milyon liradan az ve işletme değeri 400 milyondan daha fazla olmayacak" gibi. Böyle bir standartın geliştirilmesiyle, bu şartlara uygun olmayan işletmeler elimine edilmiş olacaktır.

B. Sermayenin Verimliliği

Potansiyel bir birleşme veya satın alma ya yatırımlar üzerinden minimum verim oranı ya da beklenen verim oranı dahilinde değerlendirilmiş olmalıdır (14). Bu verim oranı: 1) Alıcı işletmenin tarihi yatırımları üzerinden verim oranına 2) O endüstride çalışan önde gelen işletmelerin verim oranına 3) Rakip işletmelerin verim oranlarına 4) Fırsat maliyetlerine dayanılarak tespit edilebilir.

C. İşletmenin Güçlü Yönlerini Kullanabilme Potansiyeli

Birleşmek isteyen işletmenin güçlü olduğu alanları belirlemesi ve bu gücü en iyi şekilde kullanabileceği adayların seçimi için çalışması gerekmektedir. Eğer işletme likidite açısından kuvvetli ve atıl kapasitesi mevcutsa, bu açılardan zayıf olan adayların seçimine gitmesi rasyonel olacaktır (15).

-
- (13) Robert M.ALLAN, "Expansion by Merger", içinde: W.W. ALBERTS ve E.J.SEGAL (der.), The Corporate Merger (Chicago University of Chicago Press, 1966), s.103.
- (14) Warran G.FINTRUB, "Defining Corporate Acquisition Goals", içinde: Desmond B.MORIN (der.) Acquisitions and Mergers in Canada (New York: Methuen Publications, 1970, s.5-20.
- (15) John M.MAY, "How to Find the Right Company", içinde: Corporate Growth Through Merger and Acquisition (New York: American Management Association, 1963), s.54.

D. İşletmenin Zayıf Yönlerini Güçlendirme Potansiyeli

İşletmenin varlıklar ya da uzmanlıklar açısından zayıf yönlerinin tespiti, bu zayıf yönlerini güçlendirecek adayların bulunmasında kolaylıklar sağlayacaktır. Ürün hattına yeni ürünler katma, arzulanan pazarlara ulaşma, teknik bilgi, pazarlama gücü, arz kaynakları ve benzer yönler açısından işletmenin zayıf yönleri olabilir. Bu yönlerin tespiti, seçilecek aday için kriterlerin seçiminde büyük faydalar sağlayacaktır (16).

E. Gelirlerde İstikrarın Sağlanması

Bazı endüstri kolları mevsimsel ya da dönemsel şartlardan çok etkilenirler. Bu alanlarda faaliyet gösteren işletmeler, gelirlerde istirarı sağlayacak özelliklere sahip işletmelerle birleşmek isteyeceklerdir; aynı mevsimsel ya da dönemsel dalgalanmalara sahip işletmeler analiz dışı bırakılmalıdır (17).

F. Etkin Denetim

İşletmeler etkin denetim, vergi ve yasal sebeplerle çıkarılacak hisse senetlerine sınır koyabilirler. Örneğin herhangi bir kişinin dolaşımdaki hisse senetlerinin de 5 den daha fazlasına sahip olamayacağı konusunda bir kriter geliştirilebilir.

G. Uygunluk

Birleşmek için adayın uygun olmasını, sayısal olarak basitçe söylemek zor olmakla birlikte, adayın değerlendirilmesinde son derece önemli bir kriterdir. Kârlılık açısından

(16) George HAMILTON, "Start Your Acquisition Program Ten Minutes from Now" Business Horizons, C.28, S.5, (Eylül-Ekim 1986) s.12-13.

(17) RAPPAPORT, s.347.

dan uygun görünen, fakat alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olan, bu yüzden de başarısız olan, pek çok işletme görülmektedir. "Uygunluk" faktörü çeşitli açılardan araştırılabilir (18):

- İnsan kaynağı,
- Fiziksel kaynaklar,
- Teknoloji,
- Pazarlama,
- Finansal kaynaklar,
- Çevresel uygunluk gibi.

Uygun adayın bulunması konusunda yukarıda sözü edilen kriterlere benzer çok sayıda kriter ilave edilebilir. Böyle bir ön hazırlık, detaylı olarak araştırılması gereken adayların seçiminde bir çerçeve oluşturması açısından, gereksiz zaman, enerji ve para harcamalarını engelleyecektir.

V. BİRLEŞİLECEK İŞLETMELERİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ

Araştırma ve seçme süreci, birinci aşamada geliştirilen kriterler dahilinde, uygun adayın seçilmesiyle ilgili sistematik bir yaklaşımdır. Araştırma, adayın nasıl ve nereden aranacağını, seçme süreci ise, amaçlara ve geliştirilen kriterlere göre en uygun adayın seçilmesi işlemlerini içine alır (19).

Geliştirilen ölçütlere tam olarak uygun bir adayın bulunması zor olmakla birlikte, bu tür adayın ne şekilde bulunabileceği konusunda aşağıdaki kaynaklardan faydalanılabilir (20).

- Gazeteler, özellikle finansal ağırlıklı gazeteler,
- Mesleki yayınlar; yapısı gereği daha faydalı ve daha güvenilir bilgiler verebilir,

(18) Robert F. REILLY, "Planning for an Acquisition Strategy" Managerial Planning, C.30, S.5 (Mart-Nisan 1978), s.41.

(19) RAPPAPORT, s.347.

(20) BURSTEIN, s.39.

- Mali danışmanlar,
- Muhasebeciler,
- Ticari bankalar,
- Yatırım bankerleri ve diğerleri.

Adayların bulunması konusunda yukarıda özetle belirtilen araçlardan faydalanma, her işletmenin özel durumuna bağlı olarak, çeşitli şekillerde olabilir.

Adayın seçimi aşamasında, yukarıda belirtilen çeşitli araçlardan faydalanarak ve ilk aşamada geliştirilen kriterler dahilinde, birleşilecek adayların seçimi yapılır. Gerçekte, geliştirilen ölçütlere tam olarak uyan adayın bulunması her ne kadar zorsa da, istenen kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan adayların elimine edilmesi sağlanmış olacaktır.

Potansiyel adayların ilk seçiminde, bu adayların yayınlanmış finansal tablolarının, denetçi raporlarının ve benzeri kaynakların dikkatlice incelenmesi, karar verecek işletmeye, sayısız faydalar sağlayacaktır. Finansal tabloların incelenmesinde farklı muhasebe yöntemlerinin uygulanabilirliği dikkate alınmalıdır. Farklı yöntemlerin kullanılmasının bir sonucu olarak, aynı olay, finansal tablolarda farklı farklı gösterilebilir (21).

Birleşmelerde planlama çalışmaları, işletmenin birleşmeyle arzu ettiği amaçlara ulaşmasında yardımcı olacaktır. Planlama çalışmalarıyla ilgili olarak bir kontrol listesi aşağıda verilmektedir (22).

(21) Semih BÜKER, Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri (Eskişehir: E.I.T.I.A. Yayın No.: 156/98, 1976) s.21-30.

(22) ALLAN, s.108-109.

Birleşmelerde Aday İşletmelerle İlgili Kontrol Listesi

Endüstri Analizi

1. Endüstride Büyüme
 - a) Satış trendi
 - b) Gelir trendi
 - c) Konjunktürel trend
 - d) Mevsimsel özellikleri
 - e) Genel ekonomik şartlara karşı duyarlılığı
2. Endüstriyel Özellikler
 - a) Ürün karışımı
 - b) Ürün değişimi
 - c) Pazarın ve talebin yapısı
 - Tüketicilerin özellikleri
 - Ülke içi ve ülke dışı
 - Talebi etkileyen faktörler
3. Rekabet
 - a) Şirketlerin sayısı
 - b) Coğrafi durum
 - c) Pazar payı trendi
 - d) Pazara giriş engelleri
 - e) Üretim kapasitesi
 - f) Dış rekabet
 - g) Fiyatla ilgili olmayan rekabet
4. Teknoloji
 - a) Gelişmişlik derecesi
 - b) Patent ve benzerleri
 - c) Teknolojik değişme oranı
 - d) Üretim süreçlerinde benzerlik
 - e) Araştırma-geliştirme kapsamı
 - f) Değişim riski

5. Ekonomi
 - a)Emek-sermaye oranı
 - b)Talep elastikiyeti
 - c)Fiyat trendi
 - d)Faaliyet marjları
 - e)İthalat durumu
 - f)Hükümetin müdahale etme derecesi

İşletme Analizi

1. İşletmelerin Özellikleri
 - a)Ürünün rekabet gücü
 - b)Yeni ürün alanlarına girme oranı
 - c)Pazar ve talebin yapısı
 - d)Kârlılık oranları
 - e)Faaliyet oranları
 - f)Likidite oranları
2. Dağıtım
 - a)Dağıtım kanalları
 - b)Reklam politikası
 - c)Alan satışları
3. Ekonomi
 - a)Sabit-Değişken giderler
 - b)Sanayide maliyet karşılaştırmaları
 - c)Hammadde ve işçilik masrafları
 - d)Maliyet bilgilerinin yeterliliği
4. Yönetim
 - a)Uygunluk
 - b)Anahtar kişilerin yaşı
 - c)Yönetimin yeniden oluşturulma gereksinimi
 - d)Az sayıda kişiye bağımlılık derecesi

5. Yatırımların verimliliği

- a) Satın alma koşulları
- b) Değişim yöntemi
- c) Borç durumu
- d) Çalışma sermayesi ihtiyaçları
- e) Gerekli olan ilave yatırımlar
- f) Gelir tahminleri
- g) Fazladan elde edilebilir fonlar

6. Kalkınma platformu

- a) Diğer endüstri bölümlerine girilebilirlik
- b) Girilebilirliği gerçekleştirebilmede gerekli sermaye
- c) Başarı için anahtar faktörler
- d) Diğer endüstriyel bölümlere girmenin gerektirdiği faaliyetler

VI. FİNANSAL DEĞERLEME VE KULLANILAN YÖNTEMLER

İşletme birleşmelerinden beklenen faydaların sağlanma olasılığı ne kadar yüksek olursa olsun, tarafların birleşme koşullarınının saptanmasında anlaşmazlığı düşmeleri bir-

leşmenin gerçekleşmesine engel olabilir. Koşullar arasında hiç şüphesiz varlığını devam ettirecek işletmenin, aktif ve pasifi ile birleşeceği işletmenin sahip ya da sahiplerine ödeyeceği bedel, en önemli yeri tutmaktadır (23).

Finansal değerlendirme süreci, hem aday işletmenin hem de alıcı işletmenin değerlemesini içine alır. Alıcı işletmenin değerlendirilmesi yapılmaksızın, adayın değerlendirilmesine gidilebilmesine rağmen, öncelikle alıcı işletmenin değerlendirilmesi çok daha faydalı olacaktır. Alıcı işletme değerlendirilirken şu sorulara cevap aranır:

1) İşletmenin değeri nedir? 2) Çeşitli alternatif durumlardan işletmenin değeri nasıl etkilenecektir? İlk soru, işletmenin en muhtemel değerini tahmin etmeyi kapsar. Bu ise, işletmenin maddi varlığı kadar maddi olmayan unsurlarının da düşünülmesini gerekli kılar. İkinci soru, mümkün görünen çeşitli birleşmelerden ortaya çıkabilecek görüntülerin işletmenin değerini nasıl etkileyeceğinin araştırılmasını gerektirir (24).

Alıcı işletmenin kendi işletmesini değerlemesi, bir taraftan birleşilecek işletmenin değerlemesinde esas oluşturması açısından faydalıdır, diğer taraftan, başka işletmeler tarafından yapılabilecek birleşme tekliflerini, birleşme fırsatlarını değerlendirmeleri açısından da faydalı olacaktır. Bundan daha önemlisi, birleşilen işletmenin değerlendirilmesi, birleşme karşılığı satıcı işletmeye ödenecek bedelin nakit ya da menkul değer olarak hangisinin daha avantajlı olacağı konusunda da bir esas olacaktır (25).

Aşağıda, alıcı ya da satıcı işletmenin kabul edilebilir bir değerinin nasıl belirlenebileceği konusunda çe-

(23) AKGÜÇ, s.744

(24) RAPPAPORT, s.347.

(25) I.Gordon ODELL, "Evaluation Factors and Techniques" içinde: Corporate Growth s.62-70.

şitli yöntemler verilmektedir. Bir işletmenin değerlendirilmesinde bu yöntemlerden birinden ya da birkaçından faydalanmak mümkündür. Önemli olan şey, koşullara uygun olan yöntemi ya da yöntemleri seçerek, görüşmeler öncesi şirketin muhtemel değerini tespit etmektir. Herbir yaklaşımın taşıdığı bazı sınırlamalara rağmen, bazı ayarlamalarla şirketlerin kabul edilebilir değeri tespit edilmektedir.

A. Defter Değeri

Birleşmelerde işletme değerinin belirlenmesinde defter değerinin, genellikle, önemli bir rolü olmamaktadır. Çünkü, işletmelerin cari değerleriyle defter değerleri arasındaki ilişki zayıftır. Defter değeri işletmeye yapılmış tarihi yatırımları gösterdiği için, işletmenin cari değeri ile oldukça farklı değerleri yansıtır. Defter değeri sadece cari değerleri göstermemesi nedeniyle değil, aynı zamanda, farklı işletmelerde farklı muhasebe yöntemleri kullanılması nedeniyle de sorun yaratabilmektedir. Hatta aynı işletmenin defter değerleri bile, yıldan yıla uygulanan muhasebe yöntemlerinde bir tutarlılık yoksa, doğru sonuçlar veremeyecektir (26). Enflasyonist ortamlarda işletmenin defter değeri olduğundan daha düşük, deflasyonist ortamlarda ise daha yüksek görülebilecektir (27).

Önceleri defter değeri, birleşmelerde egemen bir unsur olmasına rağmen, bugün ancak pazar değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu takdirde bir anlam taşıyabilmektedir. Şayet bir birleşmenin amacı başka bir işletmenin likiditesini elde etmek ise, değişim koşulları açısından defter

(26) HUSBAND ve DOCKERAY, s.621.

(27) Charles A.SCHARF, Acquisitions, Mergers, Sales and Take overs: A Handbook With Forms (London: Prentice-Hall, Inc., 1971), s.50-51.

değeri ve işletme sermayesi önem kazanır. Bu önem, o işletmenin kazanma gücünden çok, likiditesi ve varlıklarının değeri için birleşilmesi durumlarından kaynaklanmaktadır (28).

Defter değerinin önemli olduğu diğer durumlar şunlardır (29):

- Sermaye pazarlarının ve/veya ekonominin daraldığı ve uygun bir fiyatla yeni menkul kıymetlerin pazarlanmasının zor olduğu durumlarda,

- İşletmenin hisse senetlerinin defter değeri cari piyasa değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu durumlarda,

- Bankalar gibi varlıklarının önemli bir bölümü "parasal varlıklar" olan finansal kurumlarda.

B. Pazar Değeri

Bir işletmenin pazar değeri birleşmek amacıyla taraftar arasında üzerinde anlaşmaya varılan değerdir (30). Bununla birlikte, işletmelerin bir bütün olarak alınıp satılmaları alışılmış bir durum olmadığından işletmelerin pazar değeri, genellikle, hisse senetlerinin pazar değerleriyle ölçülür. Bir işletmenin hisse senetlerinin pazar değeri pazar koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Pazar değeri, işletmenin etkinliğinde bir değişme olmadan da, piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak değişiklikler gösterebilir. Başka bir deyişle, piyasa koşulları bir hisse senedinin pazar değerini gerçek değerinin üzerine çıkarabileceği gibi altına da düşürülebilir (31). Teorik olarak, uzun dönemde, pazar

(28) James C.VAN HORNE, Financial Management and Policy (New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1971), s.605; WESTON ve BRIGHAM, s.698.

(29) KRONCKER ve diğerleri, s.435; SCHARF, s.51.

(30) WRIGHT, s.268.

(31) Özcan ERTUNA, Finansal Kurumlar (Ankara: Teori Yayınları Verso A.Ş., 1986), s.186.

değerinin gerçek değere yaklaşacağı düşünülür (32).

İşletme birleşmelerinde pazar değerinin baz olarak alınmasının diğer sakıncalı yönleri şunlardır:

- İşletmenin hisse senetlerinin büyük bir kısmının pazarda işlem görmemesi durumudur ki, doğal olarak, bu hisse senetleri için oluşan değer, işletmenin gerçek değerini gösteremeyecektir.

- Birleşme olasılığı nedeniyle hisse senetleri fiyatlarının etkilenmiş olması durumu.Örneğin, Amerika'da ve İngiltere'de son yıllarda yapılan araştırmalarda, özellikle, satın alınan işletme ortaklarının birleşme öncesi dönemlerde hisse senetlerinin değerlerinde görülen ani sıçramaların etkisiyle normal olmayan kârlar elde ettikleri görülmüştür (33). Dolayısıyla, birleşmelerde aday işletmenin gerçek, doğru değeri araştırıldığında, bu tür fiyat dalgalanmaları nedeniyle hisse senetlerinin pazar değerinden faydalanma oldukça güçleşmektedir.

- Önemli bir durum da birleşilecek işletmelerin hisse senetlerinin kote edilip edilmemiş olması ve sermaye pazarlarının etkin olup olmamasıdır. Sermaye pazarlarının etkin olduğu durumlarda*bir işletmenin hisse senetle-

(32) Cevat SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayın No.: 3743, 1980), s.187.

(33) Julian R.FRANKS ve Harry H.SCHOLEFIELD, Corporate Financial Management (Westmead: Gower Press, Teakfield Limited, 1977), s.240; SCHARF, s.51-52.

(* Sağlıklı ve etkin bir pazarın varlığında şu koşulların bulunması gerekmektedir.

- Pazarda fiyatlar etkin bir biçimde değişimler gösterebilmelidir. Bu fiyat değişimleri yeni ve daha iyi maddeler üreten, riski az olan işletmelerin pay senetlerinin prim yapması gibi olabilir.

- Pazarda alım ve satım en düşük masrafla gerçekleştirilebilmelidir.

- Yatırımcılar rasyonel olmalıdır. Bu sayılan koşulların ise tam rekabet ortamında olabileceği açıktır. SARIKAMIŞ, s.81.

rinin değeri, mevcut varlıklarını ve gelecekte yatırım fırsatlarını değerlendirmede yönetimin yeteneğini yansı-
tacaktır. Dolayısıyla, etkin pazarın olmaması durumlarda hisse senetlerinin fiyatları işletmenin gerçek değerini yansıtamayacaktır. Bununla birlikte, genellikle, hisse senetleri pazarda büyük oranda işlem gören işletmelerin değerlendirilmesinde pazar fiyatının temel alınması rasyonel karşılanmaktadır (34).

Bir işletmenin hisse senetleri, o işletmenin gerçek değerini yansıtsa bile, aşağıda belirtilen durumlarda, birleşmelerde belirlenen değer, işletmenin cari değerinden farklı olabilir (35).

- Eğer işletme daralan bir endüstride faaliyette bulunuyorsa, işletme sahipleri işletmenin karanlık geleceğini düşünerek fiyatı indirebilirler.

- Birleşmek isteyen işletme, aday işletmenin cari değerinden çok, varlığını devam ettirecek olan işletmeye yapacağı katkılarla ilgilenererek, daha yüksek fiyat ödemeyi isteyebilir. Böylece satın alınacak ya da birleşilecek işletme, genel pazarda oluşan değerinden daha fazla değerlendirilmiş olacaktır.

- Birleşmek isteyen işletme, diğer işletmeyi birleşmeye teşvik etmek için daha yüksek fiyat teklif edebilir.

Hisse senetlerinin büyük bir kısmının nispeten az sayıda kişilerin-özellikle kurucu aile üyelerinin- elinde bulunan işletmeleri, birleşmeye ya da satın almaya özendirmek için işletmenin pazar değerinden çok daha fazlasını önermek gerekebilir (36).

(34) FRANKS ve SCHOLEFIELD, s.255; SCHARF, s.52.

(35) FRANKS ve SCHOLEFIELD, s.256.

(36) OGLE, s.305.

C. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen bir teşebbüs olarak işletmelerin değeri, tek tek varlıklarının toplam değeri olmayıp, bunlara eklenen elle tutulamayan "organizasyon" unsurunun da göz önüne alındığı değerdir (37). İşletmenin işleyen teşebbüs değerinin varlıklarının toplam değerinden düşük olduğu durumlarda işletmeyi işleyen bir teşebbüs olarak tutmanın bir anlamı olmayacaktır (38).

İşleyen teşebbüs değeri, piyasa değerinin gerçeği yansıtıp yansıtmadığı konusunda yapılan araştırmalarda kullanıldığı gibi, işletmelerin bir bütün olarak satılması durumunda ulaşacağı değer olarak ta tanımlanmaktadır (39).

Piyasa değeri, işletmenin etkinliğinde bir değişme olmadan da, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak, değişmeler gösterebilir. Diğer bir deyişle, piyasa koşulları bir pay senedinin pazar değerini gerçek değerinin üstüne çıkabilir veya altına düşürebilir.

Sermaye pazarlarının etkin olduğu ve hisse senetlerinin pazarda büyük oranlarda alınıp satıldığı işletmelerin işleyen teşebbüs değeri, hisse senetlerinin pazar fiyatı ele alınarak bulunabilir. Etkin pazarlarda işletmelerin işleyen teşebbüs değerinin, hisse senetlerinin pazar değerine eşit olacağı kabul edilmektedir (40).

Buna karşılık, hisse senetleri büyük miktarlarda alınıp satılmayan işletmelerin işleyen teşebbüs değerini

(37) OBUÇ, s.423.

(38) Atilla GÖNENLİ, İşletmelerde Finansal Yönetim, (İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayın No.: 2181, 1976), s.175.

(39) ERTUNA, s.186.

(40) Robert C. HIGGINS, Financial Management Theory and Applications (Chicago: Science Research Associates, Inc., 1977), s.164.

bulmada tüm çabalar işletmenin gelir getirme gücüne yönelmektedir (41).

D. Tasfiye Değeri

Bir işletmenin tasfiye değeri, işletmenin tüm varlıklarının paraya dönüştürülmesi sonucunda elde edilecek nakitten, işletmenin borçları düşüldükten sonra kalan değerdir.

İşletmelerin tasfiye değeri defter ya da kayıtlı değerinden oldukça farklıdır. Bu farklılık özellikle maddi duran varlıkların ve stokların değer kazanmış olmasından, alacakların tahsilindeki sorunlardan, maddi olmayan sabit değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamalarından veya kayıtlı değerlerine kıyasla çok düşük likiditasyon değerine sahip olmalarından ileri gelmektedir (42).

İflas durumu gibi zorunlu tasfiye durumunda işletmenin tasfiye değeri, genellikle, çok düşüktür. Çünkü, işletme varlıklarının kısa bir zaman aralığında satışının gerçekleştirilmesi düşünülmektedir. İhtiyari tasfiye durumunda, işletme sahipleri, zorunlu bir durum olmamasına rağmen, işletmelerini, çeşitli nedenlerle tasfiye etmek isteyebilirler. Böyle bir durumda işletmenin tasfiye değeri, zorunlu tasfiye değerine oranla, daha yüksek olabilecektir (42).

İşletmelerin birleşme durumlarında, genellikle, tasfiye değerinin önemli bir rolü olmamaktadır. Az karşılaşılma ile birlikte, işleyen bir teşebbüs olarak işletmenin pazar değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumlarında önemli olabilir. Böyle durumlarda tasfiye değerinin birleşme koşullarını etkilemesi doğal olacaktır (44).

(41) Ayrıntılı bilgi için bkz.: OLUÇ, s.424, ve LALİK, s.79.

(42) AKGÜÇ, s.754.

(43) JOHNSON ve MELICHER, s.403.

(44) GÖNENLİ, s.578.

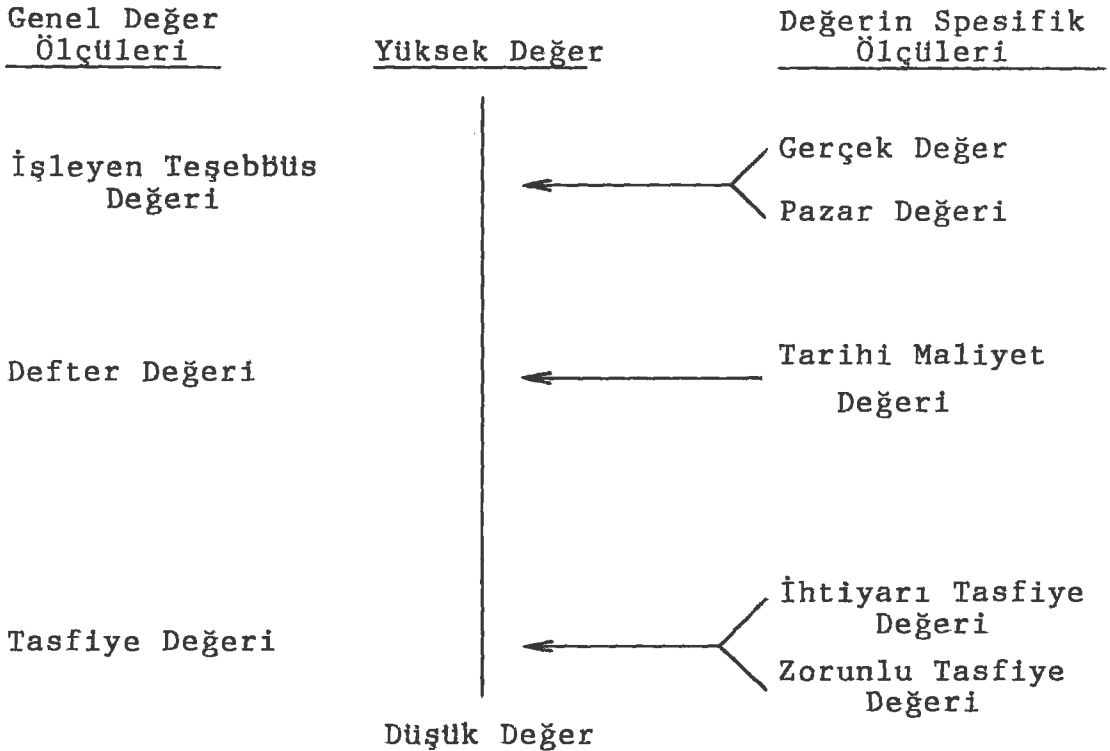
E. Gerçek Değer

Bir işletmenin gerçek değeri, işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanmaktadır (45). Bir işletmenin gerçek değeri, piyasa değerine oranla, daha az değişen bir değerdir. Dolayısıyla bir işletmenin gerçek değeri, zaman zaman, piyasa değerinden düşük olabilir (46).

Teorik olarak bir işletmenin en yüksek değeri işleyen teşebbüs değeridir. Daha sonra defter ve tasfiye değerleri gelmektedir. Aşağıda bir işletmeyle ilgili çeşitli değerler dizisi yer almaktadır (47).

ŞEKİL II-2

Bir İşletmeyle İlgili Değerler Dizisi



(45) ERTUNA, s.187-188.

(46) GÖNENLİ, s.176.

(47) JOHNSON VE MELICHER, s.404.

Tam rekabet koşullarında işletmelerin işleyen teşebbüs değeri olarak pazar değerinin gerçek değerine eşit olacağı kabul edilir. Tam rekabet koşullarının olmadığı durumlarda işletmelerin gerçek değeri bulunmaya çalışılmalıdır. Dolayısıyla, herhangi bir pazarda oluşmuş değer, pazarın özelliklerine göre, işletmenin gerçek değerini gösterebilir ya da göstermeyebilir.

Birleşmelerde birleşilecek işletmeye ödenecek fiyat zorunlu tasfiye değeri ile gerçek değer arasında bir yerde olacaktır. İşletmelerin kaynaklarını en iyi şekilde kullanmaları ve iyi bir yatırım kararı vermeleri açısından birleşilecek ya da satın alınacak işletmenin gerçek değerinin araştırılması gerekmektedir.

Aşağıda bir işletmenin gerçek değerini belirlemede faydalanılan yöntemler ele alınmaktadır.

F. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi

Bir birleşme, prensip olarak, herhangi bir yatırım (işsel yatırım) ile aynıdır; başlangıçta ya bir nakit ya da menkul değer verilecek ve bunu nakit akışları takip edecektir (48).

Birleşmelerde işletme değeri belirlenirken sermaye bütçelemesi tekniklerinden faydalanılmaktadır (49). İşletme birleşmelerinde işletmelerin değerlendirilme yöntemleri, birçok yönleriyle, sermaye bütçelemesine benzetmekle birlikte, daha karmaşık bir özelliğe sahiptir. Çünkü, tipik bir yatırım projesi, çoğu kez işletmenin mevcut varlıklarının riskiyle bir benzerlik göstermektedir. Buna karşılık, birleşmelerde satın alınan varlıkların riski yanında, işletme yöneticilerinin özellikleri de bilinmemektedir. Hatta yöneticilerin bilinebilen bazı

(48) VAN HORNE, s.175.

(49) HIGGINS, s.164-165

tutumları ve güdülerini bile, birleşme sonrasında, önemli oranda değişim gösterebilmektedir.

Birleşmelerde varlıkların riski ile birlikte, değeri konusunda da zorluklar vardır. Tipik bir yatırım projesinin maliyeti (yatırım harcaması) genellikle bilinir, burada en çok üzerinde durulan şey, elde edilecek faydaların bu maliyeti haklı gösterip gösteremeyeceğinin analizidir. Halbuki birleşmelerde esas mesele, birleşme fiyatının (yatırım harcaması) hesaplanması olmaktadır (50).

Tipik bir yatırım projesinin ömrü yaklaşık 20 yıl ya da daha azdır. Birleşmelerde ise, yatırım bir işletmeye yapılacağından, işletmenin ömrü süresizdir. Diğer taraftan birleşmelerin analizinde, birleşilecek işletmenin halen faaliyet gösteren bir işletme olması nedeniyle, nakit akışlarını tahmin etme süreci, sermaye bütçelemesi tekliflerinin nakit akışlarını tahmin etmekten daha kolay olacaktır (51).

İşletme birleşmelerinde birleşilecek işletmenin varlıkları yanında borçları da birleştirilir. Dolayısıyla birleşilecek işletmenin sermaye yapısının da analize dahil edilmesi, sermaye bütçelemesine nazaran, ortaya çıkan diğer bir zorluktur (52).

Bir birleşmenin finansal analizinde birleşilecek işletmeye ödenecek fiyatın belirlenmesi amacıyla iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi gittikçe artan bir biçimde kullanılmaktadır. İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi sadece içsel yatırımlarda değil, aynı zamanda, birleşmelerde de başarıyla uygulanabilmektedir. Günümüzde birleşmelerin büyük boyutlarda olduğu A.B.D.'de, birleşen

(50) HIGGINS, s.165.

(51) George C. PHILIPPATOS, Financial Management Theory and Techniques (San Francisco: Holden-Day., 1973), s.645; VAN HORNE, s.176.

(52) HIGGINS, s.165.

büyük işletmelerin yarısında bu değerlendirme tekniği uygulanmıştır. Defter değeri ya da pazar değeri, işletmenin geçmiş kazançlarının ele alınması nedeniyle daha az, iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi ise, işletmenin gelecek performansına ve verimlerine dayalı olması nedeniyle gittikçe artan bir uygulama bulmaktadır. Yöntem, sadece A.B.D.'de değil, İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerinde de yaygın bir şekilde kullanılmaktadır (53).

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, paranın bugünkü değeri gelecekteki değerinden farklıdır, gelecekteki nakit akışları uygun bir şekilde tahmin edilebilir gibi varsayımlar üzerine kurulmuştur (54). İskonto edilmiş nakit akışları yönteminin bu varsayımlara ve uygulamada getirdiği bazı güçlüklerle rağmen, bir işletmenin gerçek değerini belirlemede kullanılan başlıca yöntemdir (55).

İskonto edilmiş nakit akışları yönteminin birleşmelere uygulanmasında karşılaşılan zorluklardan ilki, iskonto oranının belirlenmesidir. İskonto oranının belirlenmesinde ilgili sektörün özellikleri, normal kazanç oranı, konjonktür durumu, işletmenin dönemsel değişimlerden etkilenme derecesi, rakip işletmelerin kârlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen minimum verim oranı, alternatif verim oranı ve işletmenin sermaye maliyetinden faydalanılmaktadır (56). Bu oranın belirlenmesinde isabetlilik, büyük ölçüde, şartları değerlendirebilme yeteneğine ve tecrübeye bağlıdır.

(53) "The Cash-Flow Takeover Formula", Business Week (18 Aralık 1978), s.86; RAPPAPORT, s.348.

(54) Herbert S.ADLER ve Christopher G.SNEATH, "Acquiring Companies in the U.S.A." Long Range Planning, C.20, S.2 (1987), s.44.

(55) Charles G.GILETTE, "How Buyer and Seller Look at a Merger" içinde: John L.HARVEY ve Albert GARDEN (der.), Management Guides to Mergers and Acquisitions (New York: Wiley-Interscience A Division of John Wiley and Sons, 1966), s.99.

(56) RAPPAPORT, s.348-349; LALİK, s.82.

İskonto edilmiş nakit akışları yönteminde, iskonto oranı olarak, genellikle, sermaye maliyeti kullanılmaktadır. İskonto oranı olarak kullanılabilen sermayenin gerçek maliyetinin hesaplanması oldukça karmaşık ve subjektif bir özellik gösterir. Sermaye maliyetinin hesaplanması için en gerçekçi yaklaşım, sermayenin tartılı ortalamasını almaktır (57). Bir işletmenin tartılı ortalama sermaye maliyetini bulmak için, o işletmenin vergi sonrası borç maliyeti ile öz sermayesinin maliyetinin değerlendirilmesi gerekecektir.

İkinci zorluk ise iskonto oranının belirlenmesinden de büyük bir olasılıkla daha zor olan, birleşilecek işletmenin gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesidir.

a. Nakit Akışlarının Tahmin Edilmesi

Gerçekte, bir işletmenin gelecekte sağlayabileceği nakit akışlarını tahmin etmek büyük bir yetenek işi olup, kesin olarak bilinemez. Bununla birlikte, her geçen gün geliştirilen tekniklerle işletmenin sağlayabileceği nakit akışlarının tahmininde hata ihtimali azaltılmaktadır.

Nakit akışlarının tahmininde, alıcı işletmenin satıcı işletmeyi ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir işletme olarak düşünmesi, olayı kolaylaştırması açısından faydalı olacaktır. Diğer bir deyişle, birleşmeden dolayı kazanç gücünde oluşacak herhangi bir artış dikkate almamalıdır. Ancak birleşmeden dolayı sağlanabilecek ilave güç, satıcı işletmeye ödenecek nihai fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır (58). Birleşmenin sağlayabileceği artan nakit girişlerinin ilk aşamada ele alınmamasının nedeni, değerlemenin daha karmaşık-

(57) AKGÜÇ, s.453.

(58) SCHARF, s.53.

hale geleceği düşüncesidir. Değerlendirme yapmada, ortam uygun olduğu takdirde, iki işletmenin birleşmesiyle sağlanabilecek ilave nakit girişlerinin de tahmin edilmesine çalışılması, uygun olabilir.

aa. Satıcı İşletmenin Geçmiş Gelirleri

Nakit akışlarının belirlenmesinde, satıcı işletmenin geçmişteki kazançları analiz edilmelidir. Çünkü, önceki ve cari yıllardaki işletmenin başarısı, gelecek yıllardaki başarısının en önemli göstergesidir. 3-10 yıllık gelirleri ya da ekonomik bakımdan normal sayılan daha az sayıdaki yılların gelirleri baz olarak ele alınabilir (59). Baz olarak alınacak devrenin, veriler elde edilebiliyorsa, 10 yıllık dönemi kapsamı durumunda daha isabetli kararlar alınabilmesine rağmen, uygulamada 3-5 yıllık dönemler olması yeterli görülmektedir (60).

İlgili dönem gelirlerinin sadece tutar olarak değil, aynı zamanda, nasıl elde edildiğinin de analiz edilmesi gerekir. Geçmiş yıllardaki gelirlerden önceki yılların zararlarının düşülebildiği durumlarda daha az gelir ya da kurumlar vergisi ödenebilir. Dolayısıyla, vergi çıktıktan sonrası gelir, geçici olarak yüksek görülebilir. Yangın, sel gibi olağanüstü durumlar etkisiyle de gelirlerde ayarlamalar yapılması gerekebilir (61).

Halka kapalı şirketlerin geçmiş gelirleri analiz edilirken daha çok dikkatli davranılması gerekir. Genellikle bu tür şirketlerde gerek psikolojik, gerekse vergi

(59) Jonathan A.CUNITZ, "Valuing Potential Acquisitions" Financial Executive, C.39, S.3 (Nisan 1971), s.18.

(60) SCHARF, s.54.

(61) OLUÇ, s.426.

ödemelerinden kaçınmak gibi ekonomik faktörlerin etkisiyle masraf kalemleri abartılabilir. Dolayısıyla, bu tür kalemler titizlikle incelenmelidir (62).

Geçmiş gelirlerde yapılması gereken diğer bir düzeltme de enflasyonun ya da deflasyonun etkisiyle cari rakamların gerçek durumu göstermemesidir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin faaliyet sonuçları yanıltıcı olacaktır. Dolayısıyla, şirketle ilgili değerlendirmeler yapılırken bu durumun da göz önünde bulundurulması gerekir (63).

Geçmiş gelirlerde yapılacak bu ayarlamalardan sonra, işletmenin ortalama gelir seviyesi tespit edilebilir. Çeşitli ortalama alma yöntemleri olması nedeniyle, hangi yöntemin daha uygun olabileceği konusunda kesin bir durum söylenemez. Bununla birlikte, gelir akışları Şekil II-3 (a) daki gibi oldukça düzensiz olan işletmelerin ortalama gelir düzeyinin belirlenmesinde basit ortalama uygun olabilecektir.

Gelir akımları Şekil 3(b) ve (c) de görüldüğü gibi gittikçe artan ya da azalan bir trend gösteriyorsa, ağırlıklı ortalama daha uygun olabilecektir (64).

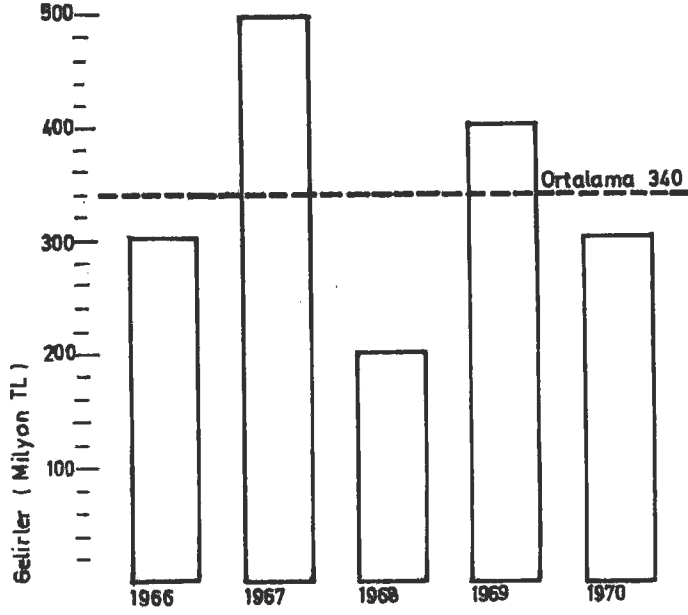
(62) SCHARF, s.54

(63) İbrahim Özer ERTUNA, Enflasyon Düzeltmeli Mali Tablo Analizi, (İstanbul: Gözlem Matbaacılık Koll.Ştk., 1980), s.5-6, ve daha ayrıntılı bilgi için bkz.: İlhan MERİÇ, "Enflasyon Koşullarında Net Parasal Varlıklar, Amortismanlar, Stok Değerlendirme Yöntemleri, Ücretler ve İşletmelerin Piyasa Değeri" Muhasebe Enstitüsü Dergisi Yıl 5, S.18 (Kasım 1979), s.3-13.

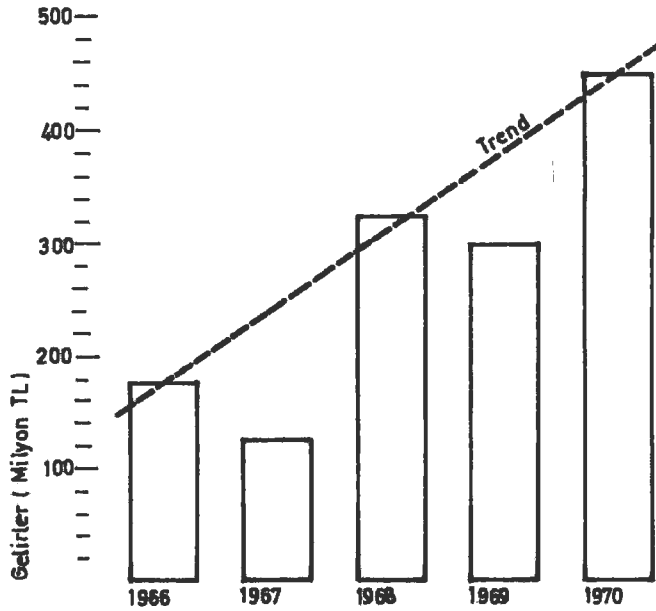
(64) COLE, s.44-45.

ŞEKİL II-3

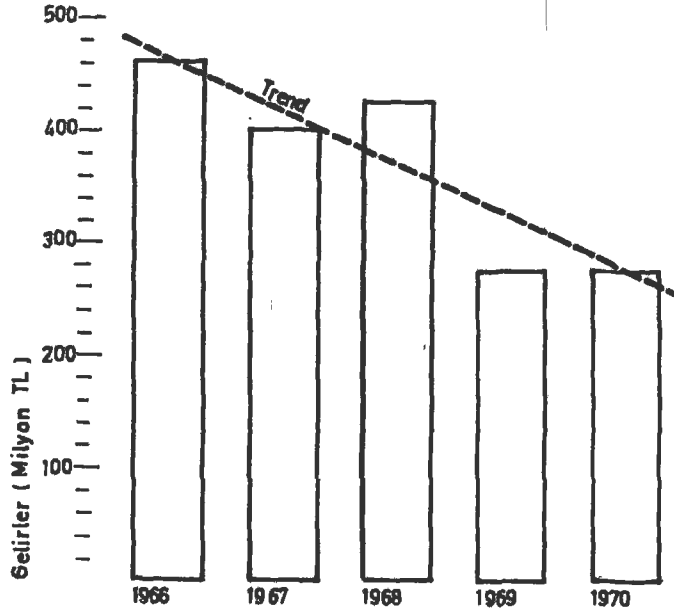
İşletme Gelirlerinin Çeşitli Değişim Şekilleri



(a) Düzensiz Gelir Akışı



(b) Gelirlerde Düzenli Artma



(c) Gelirlerde Düzenli Azalma

Tartılı ortalama, bir serinin terimleri arasında önem derecesi bakımından farkların olması durumunda en gerçekçi ortalama değerin hesaplanmasında kullanılan bir yöntemdir. İşletme gelirlerinin Şekil II-3.b ve c'deki gibi, gittikçe artan ya da azalan bir eğilim göstermesi durumlarında ortalama gelir düzeyinin belirlenmesinde son yıllardaki gelirler önceki yıllardaki gelirlerden daha fazla önemli olması nedeniyle tartılı ortalama yöntemi daha uygun olacaktır.

ab. Faaliyette Bulunulan Sektörün Analizi

Satıcı işletmenin geçmiş gelirlerinin analizi tamamlandıktan sonra, bu gelirlerin sektörün geçmiş gelirleriyle karşılaştırılması gerekir. Bu karşılaştırmayla, o işletmenin sektör içindeki konumu ve başarısı hakkında daha iyi değerlendirmeler yapılabilir (65).

Sektör bazındaki karşılaştırmalarda toplam net yıllık satışlar, vergi öncesi kârlar, kâr marjları, aktiflerin kârlılığı, alacakların ve stokların dönme çabukluğu ve benzer faktörler açısından analizler yapılmalıdır. Örneğin, dönemsel hareketlerden oldukça fazla etkilenen bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, satıcı işletmenin geçmiş gelirlerinde düzenli bir artış gözleniyorsa gelecekte de böyle bir artışın olabileceği yolunda tahminlerde bulunulabilir. Böyle bir tahminde bulunurken geçmişteki şartların gelecekte de devam edip etmeyeceği göz önünde bulundurulmalıdır (66).

ac. Gelecekteki Gelirlerin Tahmin Edilmesi

Satıcı işletmenin ve faaliyette bulunduğu sektörün analizi yapıldıktan sonra, gelecekteki gelirlerin tahmin edilmesine çalışılır.

Herhangi bir işletme için uzun dönemli planlama yapılırken, analiz edilmesi gereken başlıca altı temel faktör bulunmaktadır (67). Bunlar: 1) Pazar-Mevcut ve gelecekteki üretim çizgisi, 2) Rekabet-mevcut ve gelecekteki rekabet ortamı ve rakip işletmelerin geçmiş başarısını, gelecekteki stratejisini değerlendirme, 3) Ürün fiyatlarının ve maliyetlerin eğilimi, 4) İşletmenin ihtiyaçları-ser-

(65) Douglas E.KELLOGG, "How to Buy a Small Manufacturing Business" H.B.R., C.53, S.5(Eylül-Ekim 1975), s.95-96.

(66) SCHARF; s.55.

(67) a.g.k., s.13.

maye geliştirme, ilave masraflar, işgücü ihtiyaçları, 5) İşletmenin faaliyet sonuçları, başabaş noktası, 6) İşletmenin nakit akışları-geçmiş ve tahmin edilen vergi sonrası kârları + amortisman ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderler- stoklardaki artışlar, sermaye harcamaları, dividantlar ve diğer nakit ihtiyaçları.

Günümüzde bu faktörlerin alabileceği çeşitli değerler sonucu işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının tahmininde zaman, emek ve para tasarrufu sağlayan analitik teknikler geliştirilerek bilgisayarlardan gittikçe artan bir şekilde faydalanılmaktadır (68).

Alıcı işletme, değerlendirme çalışmalarını yaparken çeşitli araçlardan faydalanmakla birlikte, bazı basitleştirici varsayımlara da başvurabilmektedir. Örneğin, nakit akışlarının yıldan yıla değişmeyeceği ya da belirli bir oranda büyüyeceği gibi.

1. Nakit Akışları Yıldan Yıla Değişmeyeceği Tahmin Edilen Durumlarda İşletme Değeri

Bir birleşmede satıcı işletmeye ödenebilecek bedelin belirlenmesi çalışmalarında, sermaye bütçelemesi yaklaşımının en basit uygulanması, satıcı işletmenin hisse senetlerinin pazar değerinin, o işletmenin gerçek, işleyen teşebbüs değeri olduğunu varsayma durumunda olmaktadır. Bu durumda naksimum birleşme değeri, satıcı işletmenin pay senetlerinin pazar değerine birleşmenin oluşturacağı tüm sinerji faydalarının bugünkü değeri ilave edilerek bulunabilecektir (69).

İşletmeler birleşerek tek başlarına oluşturacakları faydaların daha fazlasını yaratabileceklerdir. Literatürde sinerji etkisi olarak ifade edilen bu faydaların her birleşme türü için farklı olacağı söylenmektedir. Yapılan araştırmalarda birbirleriyle ilgili dallarda faa-

(68) WINTRUB, s.9.

(69) HIGGINS, s.165-166.

liyette bulunan işletmelerin yaratacağı faydanın, farklı dallarda faaliyette bulunan işletmelerin yaratacağı faydadan daha fazla olduğu görülmüştür (70).

Sinerjik faydaların bugünkü değerini hesaplamakta kullanılan iskonto oranı, riskle düzeltilmiş olmalıdır. Örneğin, satıcı işletmenin pay senetlerinin değeri 500 lira olsun ve dolaşımında 200.000 adet hisse senedi bulunsun. Alıcı işletme birleşmeden dolayı her yıl 10.000.000 liralık ilave gelir elde edeceğini umuyor ise ve iskonto oranının % 20 olması durumunda, maksimum birleşme fiyatı:

$$500 \times 200.000 + \frac{10.000.000}{0.20} = 150.000.000 \text{ Lira olacaktır.}$$

Burada alıcı işletmenin, sinerji etkisi dolayısıyla sağlayabileceği nakit akışlarının her yıl sabit olacağı ve sonsuz bir süre devam edeceği (işletmelerin hayatının süresiz olacağı varsayıldığından) düşünülmektedir. Bu varsayımın ne kadar gerçekçi olabileceği konusundaki kuşku- lar yanında, birleşmenin oluşturacağı sinerji etkilerinin de ne kadar olabileceğinin bugünden belirlenmesi oldukça güçtür.

Hisse senetleri kote edilmiş ve büyük oranlarda işlem görmekte olan işletmelerin değerlendirilmesinde bu yöntem kullanılabilir. Yöntemin, hisse senetleri kote edilmemiş ve büyük oranlarda işlem görmeyen işletmelerin değerlendirilmesinde kullanılma olanağı bulunmamaktadır.

(70) Robert A.HAUGEN ve Terence C.LANGETIEG "An Empirical Test for Synergism in Merger", The Journal of Finance, C.30, S.4 (Eylül 1975), s.1003-1013; Sayan CHATTERJEE "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", Strategic Management Journal, C.7, S.2 (Mart-Nisan, 1986), s. 119-137.

Hisse senetleri dolaşımda olmayan ya da dolaşımda olsa bile, hisse senetlerinin piyasa değerinin, birçok nedenlerle, işletmenin gerçek değerini gösteremeyeceği bilinmektedir (Bkz.: II.Bölüm, VI.B.). Dolayısıyla, işletmelerin gerçek değerini belirlemede işletmelerin gelir getirme gücünden faydalanmaya gittikçe artan bir biçimde önem verilmektedir.

Bu durumda, nakit akışlarının yıldan yıla değişmeyeceği varsayımı altında basitleştirilmiş yöntem şu şekilde formüle edilebilir (71):

$$\text{Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri} = \frac{\text{Her Yıl Elde Edilmesi Beklenen Nakit Girişleri (Vergi Sonrası)}}{\text{İskonto Oranı}}$$

Örneğin, A işletmesinin her yıl 400.000 Lira nakit girişi sağlayabileceği ve sermaye maliyetinin ise % 10 olacağı varsayılınsın. Bu durumda A işletmesinin değeri:

$$\text{Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri} = \frac{400.000}{0,10} = 4 \text{ milyon lira olacaktır.}$$

Birleşmeyle üstlenilen borçların bu miktarlardan düşülmesi gerekmektedir. Önemli olan bir diğer durum da, A işletmesinin birleştikten sonra sermaye maliyetinde değişme ihtimalinin olup olmamasıdır. Örnekte % 10 olan sermaye maliyetinin, birleşme sonunda, % 9.5 olacağı tahmin ediliyor ise, bu durumda A'nın maksimum değeri:

$$\frac{400.000}{0.095} = 4.2 \text{ milyon lira olacaktır.}$$

(71) JOHNSON ve MELICHER, s.638.

2. Nakit Akışlarının Yıllan Yıla Değişeceği Tahmin Edilen Durumlarda İşletme Değeri

Pek çok işletmelerde nakit girişlerinin, belirli bir dönem boyunca, artacağı düşüncesi hakimdir. Gerçekte nakit girişleri artmayan işletme gerileyen bir işletmedir. Dolayısıyla, normal bir işletmede nakit girişleri yıldan yıla belirli bir büyüme göstermelidir. Birleşmelerde de, benzer şekilde, gelecekteki nakit girişlerinde büyüme beklenir. Bu büyümenin yıllar itibarıyla sabit olmadığı durumlarda her yıl için beklenen nakit girişleri tahmin edilerek iskonto edilmelidir.

Böyle bir nakit akışını tahmin etmek için düşünülmesi gereken iki durum söz konusudur: 1) Nakit girişlerinin ne kadar süreyle büyüyeceğinin belirlenmesi, 2) Bu zaman boyutu sonunda işletmenin kalan değerinin nasıl belirleneceği (72).

Zaman boyutunun belirlenmesinde en çok ele alınan faktör, belirsiz seviyesinin iyi bir tahmin yapılabilecek düzeyde olup olmamasıdır. Faaliyet kolunun özelliklerine, yönetim felsefesine ve birleşmenin özel durumlarına bağlı olarak uygulamalar değişiklik göstermesine rağmen, 5 veya 10 yıllık bir dönemin ele alınması uygun olabilmektedir(73). Uzun ömürlü yatırımlar için bazı analistler, belirli bir dönem sonunda elde edilebilecek nakit girişlerini hesaba katmamaktadırlar. Bu uygulama birleşmelerin analizi için sakıncalıdır. 10 hatta 20 yıl sonra işletmenin sağlayabileceği nakit girişlerinin işletme değerinin önemli bir kısmını oluşturduğu görülmektedir (74).

(72) GILLETTE, s.99; RAPPAPORT, s.349.

(73) RAPPAPORT, s.349; Ezra SOLOMON ve John J.PRINGLE, An Introduction to Financial Management (California: Goodyear Publishing Company, Inc., 1980), s.361.

(74) HIGGINS, s.167-168.

Yıllar itibarıyla beklenen nakit girişlerinin her yıl belirli bir oranda büyüyeceği beklenen durumlarda işletme değeri (75):

$$\text{İşletme Değeri} = \frac{F_1}{k - g} \text{ Formülü yardımıyla bulunabilir.}$$

F_1 = Birinci yıl sonundaki nakit girişleri (vergi sonrası)

k = İskonto oranı

g = Büyüme oranı

İşletmelerin gelecek yıllarda sağlayabileceği nakit girişleri, bir önceki eşitlikteki gibi, sürekli olarak belirli bir oranda artarak büyümez. Genellikle birçok sektörde, ilk yıllarda hızlı bir büyüme, sonraki yıllarda, azalan bir büyüme gözlenir. Bu tür büyüme modeline uygun bir sektörde faaliyet gösteren herhangi bir işletmenin değeri aşağıdaki eşitlikte bulunabilir (76):

$$\text{İşletme Değeri} = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{F_{n+1}/(k-g)}{(1+k)^n} - L \text{ dir.}$$

n = Hızlı büyümenin beklendiği zaman boyutu

F = Vergi sonrası nakit girişleri (t yılları boyunca)

k = İskonto oranı (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti)

g = İşletmenin olgunluk dönemine ulaştıktan sonraki büyüme oranı

L = İşletmenin üstlenilen borçlarının piyasa değeri

(75) WESTON ve BRIGHAM, s.332-335.

(76) HIGGINS, s.166.

Bir işletmenin hayat süresi sonsuz olduğu düşünül-
düğünde her yıl için nakit akışlarını tahmin etmek imkan-
sızdır. Bu durumda basitleştirici bazı varsayımlardan
hareket etmek gerekmektedir. Örneğin, işletmenin sağla-
yabileceği nakit girişleri, belirli bir dönem için, tah-
min edilerek bu dönem sonunda nakit girişlerinin sabit
bir oranda büyüyeceği varsayılabilir. Ya da belirli bir
dönem sonunda nakit girişlerinde herhangi bir büyüme ol-
mayacağı düşünülebilir. Çeşitli varsayımlar doğrultu-
sunda yukarıdaki formülde bazı düzenlemeler yapılarak
işletme değeri belirlenmeye çalışılabilir.

Verilen formülde işletmenin "n" dönemi boyunca nakit
girişlerinde hızlı bir büyümenin olacağı, bu süre sonunda
nakit girişlerinin "g" gibi sabit bir oranda büyüyeceği
varsayılmıştır. F_t 'lerin hesaplanmasında, bilindiği üze-
re, satıcı işletmenin sağlayacağı vergi sonrası nakit gi-
rişleri, ödenen faizler ve nakit çıkışı gerektirmeyen
amortisman gibi kalemlerin toplamından her yıl yapılacak
yatırım harcamalarının düşülmesi gerekecektir (77).

Yukarıdaki formül aracılığıyla işletme değerinin be-
lirlenmesinde $k > g$ olmalıdır. $k \leq g$ olması durumunda iş-
letmenin değeri negatif ve sonsuz olması gibi mantık dışı
sonuçlar çıkabilir (78). Ağırlıklı ortalama sermaye mali-
yeti, diğer bir deyişle, işletmeden beklenen minimum
kârlılık oranının, alıcı işletmenin ağırlıklı ortalama
sermaye maliyetine eşit olabilmesi için, işletmelerin risk
sınıflarının benzer olması ya da alıcı işletmenin risk du-
rumunun değişmemesi gerekmektedir. Aksi taktirde, daha
yüksek iskonto oranı kullanılmalıdır.

Aşağıda, verilen formülle ilgili olarak sayısal bir
örnek yer almaktadır (79).

(77) HIGGINS, s.166.

(78) SARIKAMIŞ, s.192.

(79) HIGGINS, s.166-168.

TABLO II-1
Büyüyen Bir İşletmenin Değeri (Milyon TL.)

Yıllar	Kârlar	Faiz	Amortis- manlar	Yatırım	F _t Vergi Sonrası Net Nakit Girişleri (6)=(2)+(3)+(4)-(5)	k İskonto Oranı (7)=1/(1+k) ^t	Şimdiki Değer (8)=(6).(7)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1	80	40	100	350	-130	0,8696	-113,05
2	100	50	120	300	-30	0,7561	-22,68
3	120	60	140	300	20	0,6575	13,15
4	150	70	160	300	80	0,5718	45,74
5	190	80	190	250	210	0,4972	104,41
6	240	90	200	250	280	0,4323	121,04
7	290	110	210	250	360	0,3759	135,32
8	340	130	220	200	490	0,3269	160,18
9	370	150	240	200	560	0,2843	159,21
10	400	160	250	200	610	0,2472	150,79
Σ							754,11

Tablo II-1'de işletmenin 10 yıllık bir dönemi için nakit akışları tahmin edilmiştir. Bu dönem sonunda işletmenin olgunluk dönemine ulaştığı ve o sektör için uzun dönemli büyüme oranına eşit bir büyüme göstereceği varsayılmıştır. 10. yıldan sonra % 5'lik bir büyümenin olacağı düşünülen örnekte, 10. yıla kadar elde edilecek nakit girişlerinin % 15 iskonto oranıyla, bugünkü değeri 754.11 milyon liradır. Üstlenilen borçlar 500 Milyon ₺ ise;

$$F_{t+1} = 610(1+0.05)=640.5 \text{ Milyon ₺}$$

$$\text{İşletme Değeri} = 754.11 + \frac{640.5 / (0.15 - 0.05)}{(1+0.15)^{10}} - 500$$

İşletme Değeri=1.837 Milyon ₺ olacaktır.

Günümüzde işletme birleşmelerini değerlemede daha hassas yaklaşımlar geliştirilmektedir. Bilindiği üzere her yatırım projesi çeşitli riskler taşımaktadır. Dolayısıyla değerlemelerde bu risklerin de göz önüne alınması gerekir. Belirsizlik ya da risk seviyesi arttıkça gelecekteki nakit girişlerinin tahmininde hata payı da artacaktır. Hata payını azaltmakta çeşitli yöntemler kullanılmakla birlikte, bunlardan en çok kullanılanları olarak riske göre iskonto haddinin yükseltilmesi, yatırımın sağlayacağı nakit akışlarının olasılık dağılımlarından faydalanılması ve duyarlılık analizi yöntemleri sayılabilir (80).

Birleşmelerin değerlendirilmesinde geleceğin belirsizliği karşısında hata yapma olasılığını en aza indirmede, beklenen nakit girişlerinin gerçekleşme olasılıklarının ele alındığı daha kapsamlı sayısal bir örnek aşağıda verilmektedir (81).

(80) SOLOMON ve PRINGLE, s.358.

(81) Ayrıntılı bilgi için bkz.: RAPPAPORT, s.349-365.

M işletmesi R işletmesini satın almak istemektedir. M ve R işletmesinin birleşme öncesi finansal durum tabloları aşağıda görüldüğü gibi olsun:

TABLO II-2

Gelir Tablosu (31 Aralık sonu itibariyle)

	<u>M</u>	<u>R</u> (1.000 ₺.)
Satışlar	600.000	50.000
Faaliyet masrafları	522.000	42.500
	<u>78.000</u>	<u>7.500</u>
Faizler	4.500	0.400
	<u>73.500</u>	<u>7.100</u>
Vergi öncesi gelirler	73.500	7.100
Vergi	36.000	3.550
	<u>37.500</u>	<u>3.550</u>
Dolaşımdaki hisse senetle- rinin sayısı	10.000	1.110
Pay başına gelirler (₺)	3.750	3.200
Pay başına dividantlar (₺)	1.300	640
Yıl sonu itibariyle finansal durum (1.000 ₺)		
Net çalışma sermayesi	180.000	7.500
Pazarlanabilir menkul değerler	25.000	1.000
Diğer varlıklar	2.000	1.600
Makina, bina, araç ve gereçler	216.000	20.000
Amortismanlar	(95.000)	(8.000)
	<u>328.000</u>	<u>22.000</u>

Uzun vadeli borçlar	56.000	5.100
Öz sermaye	272.000	17.000
	<u>328.000</u>	<u>22.100</u>

R işletmesinin M tarafından nakit karşılığı satın alınmasında ödenebilecek maksimum fiyatın belirlenmesi:

Adım 1- Nakit akış projeksiyonlarının geliştirilmesi:

Nakit akışları = (Faiz ve vergiler öncesi gelirler) x (1 - Vergi oranı) + (Amortisman ve diğer para çıkışı gerektirmeyen giderler) - (Sermaye Harcamaları + Net çalışma sermayesindeki artışları karşılamak için gerekli olan nakit ihtiyaçları)

Bu eşitliğin diğer bir ifade tarzı da şöyle olabilir:

$$CF_t = S_{t-1} (1 + g_t) (P_t) (1 - T_t) - (S_t - S_{t-1}) (f_t + W_t)$$

CF = Nakit akışı

S = Satışlar

g = Satışlardaki yıllık büyüme oranı

p = Satışların yüzdesi olarak faaliyet kârı marjı

T = Vergi oranı

f = Marjinal sabit sermaye yatırımları

W = Marjinal çalışma sermayesi yatırımları

M işletmesinin satışlarındaki artış, doğal olarak, sabit ve döner varlıklarda da artışı gerekli kılmaktadır. Bu nedenle f ve W ye yer verilmiştir.

TABLO II-3

R'nin M İşletmesiyle Birleşmesi Durumunda, En Muhtemel*
(g,P,T,f,W) Değerleri

	Yıllar		
	1-5	6-7	8-10
Satışlarda büyüme oranı (g) (satışların yüzdesi olarak)	0,15	0,12	0,12
Faaliyet kârı marjı (P)	0,18	0,15	0,12
Vergi oranı (T)	0,46	0,46	0,46
Marjinal sabit sermaye yatırımları (f)	0,20	0,20	0,20
Marjinal çalışma sermayesi(W)	0,15	0,15	0,15

Bu koşullar altında nakit akışları

$$CF_1 = 50.000(1+0,15) \cdot (0,18) \cdot (1-0,46) - (57.500 - 50.000) \cdot (0,20 + 0,15) = 2.964 \text{ (bin TL)}$$

Adım 2- Satın almak için kabul edilebilir minimum verim oranının belirlenmesi:

İskonto oranı olarak, sermayenin maliyetinin ele alındığı durumlarda, M işletmesinin sermaye maliyetini hesaplamak gerekir. M işletmesinin sermayesinin % 77 si öz sermaye ile % 23 ü borçla finanse edildiğine göre tartılı ortalama maliyeti:

	<u>Ağırlık</u>	<u>Maliyeti</u>	<u>Tartılı Maliyet</u>
Borç	0,23	0,051	0,012
Öz Sermaye	0,77	0,14	0,108
Tartılı ortalama sermaye maliyeti			<u>0,12</u>

* Örnekte en muhtemel değerler ele alınmıştır. Aynı analiz, iyimser (maksimum) kötümser (minimum) varsayımlar altında da yapılabilir.

olacaktır. Birleşme durumunda işletmenin riskinde bir değişiklik olmuyorsa, yani R işletmesiyle aynı risk sınıfında ise, 0,12'lik iskonto oranı aynen kullanılabilir. Diğer taraftan, satıcı işletmenin riski daha fazla ise, bu oranın riske göre ayarlanması gerekecektir. Örnekte R işletmesinin M'ye göre daha riskli olduğu düşünülürse, borcun ve öz sermayenin maliyeti artacaktır.

	<u>Ağırlık</u>	<u>Maliyet</u>	<u>Ağırlıklı Maliyet</u>
Borç	0,23	0,054	0,012
Özsermaye	0,77	0,153	<u>0,118</u>
Sermaye maliyeti			0,13

olacaktır.

Adım 3- Ödenebilecek maksimum fiyatın hesaplanması:

Bu aşamada, birinci adımda tahmin edilen nakit akışlarının, ikinci adımda hesaplanan iskonto oranıyla bugünkü değerine indirilmesi gerekmektedir.

TABLO II-4

R İşletmesi İçin Ödenebilecek Maksimum Fiyat (İskonto oranının % 13 olması durumunda, milyon ₺ olarak)

Yıllar	Faaliyetlerden nakit akışları	Bugünkü Değer	Kümülatif Bugünkü Değer
1	2,96	2,62	2,62
2	3,41	2,67	5,29
3	3,92	2,72	8,01
4	4,51	2,76	10,77
5	5,13	2,81	13,59
6	4,90	2,35	15,94
7	5,49	2,33	18,27
8	3,86	1,45	19,72
9	4,32	1,44	21,16
10	4,84	1,43	22,59
Kalan Değer	11,48	26,02*	48,61
+ cari faaliyetler için gerekmeyen pazarlanabilir menkul değerler			1,00
İşletmenin değeri			49,61
-Borçlar			5,10
Kabul edilebilen maksimum değer			44,51
Hisse başına kabul edilebilen maksimum değer			40.100 (₺)

* İşletmenin 10.yıldan sonra nakit akışlarında değişme olmayacağı varsayılmaktadır.

$$\frac{\text{Vergi sonrası 10.yıl faaliyet kârları}}{\text{İskonto oranı}} = \text{R işletmesinin 10.yıldaki değeri}$$

$$= \frac{11,48}{0,13} = 88,307$$

$$10.\text{yıldaki değer in bugünkü değeri} = \frac{88,307}{(1+0,13)^{10}} = 26,02$$

Görüldüğü üzere R için ödenebilecek maksimum fiyat 44,51 Milyon ₺ ya da hisse başına 40.100 ₺ olmalıdır. Böylece R işletmesi, cari piyasa fiyatı olan 25.000 ₺ hisseleri için 40.100 ₺ bir fiyat alabilecektir. Diğer bir deyişle, cari piyasa değerinden 0,60'lık bir prim yapabilecek; M işletmesi de birleşme üzerinden en az % 13'lük bir verimlilik elde edilebilecektir.

R İşletmesinin M tarafından hisse senedi karşılığı satın alınması durumunda işletme değerlemesi:

- Birleşmenin hisse senedi karşılığı olması durumunda ilk iki adım, nakit karşılığı birleşmelerde olduğu gibidir. Ayrıca, M işletmesinin hisse senetlerinin değerleri ve çeşitli durumlar ve çeşitli verim oranları altında R işletmesiyle birleşmek için M işletmesinin değiştirilebilir maksimum hisse sayısını hesaplamak gerekmektedir.

Adım 1- M işletmesi, R işletmesinde olduğu gibi, gelecekteki nakit akışlarını, çeşitli olasılıklar altında tahminler yaparak değerlendirme yapacaktır.*.

TABLO II-5

M İşletmesinin Birleşme Olmaksızın En Muhtemel Faaliyet Değerlemesi

	<u>Yıllar</u>		
	1 - 5	6 - 7	8 - 10
Satışlarda büyüme (g)	0,125	0,120	0,120
Satışların yüzdesi olarak faaliyet kârı marjı (P)	0,130	0,125	0,125
Vergi oranı (T)	0,460	0,460	0,460
Marjinal sabit sermaye yatırımları (f)	0,250	0,250	0,250
Marjinal çalışma sermayesi yatırımları (W)	0,300	0,300	0,300

* Pazarda M işletmesinin hisse senetleri 22.000 ₺ den işlem görmektedir. İşletme, hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük değerle değerlendirildiğini düşünmektedir.

TABLO II-6

M İşletmesinin Değeri (İskonto oranının 0.12 olması durumunda, milyon ₺.olarak)

Yıl	Faaliyetlerden Nakit Akışları	Bugünkü Değer	Kümülatif Bugünkü Değeri
1	6,13	5,48	5,48
2	6,90	5,50	10,98
3	7,76	5,53	16,51
4	8,74	5,55	22,06
5	9,83	5,58	27,63
6	10,38	5,26	32,98
7	11,63	5,26	38,15
8	13,02	5,26	43,41
9	14,58	5,26	48,67
10	16,33	5,26	53,93
Kalan Değer	128,62	345,10*	399,03
+Cari faaliyetler için gerekli olmayan pazarlanabilir menkul değerler			25,00
			424,03
-Borçlar			56,00
M İşletmesinin Değeri			368,03
M İşletmesinin Hisse Senetlerinin Değeri			36.803 ₺

* İşletmenin 10. yıldan sonra nakit akışlarında değişme olmayacağı varsayılmaktadır.

Vergi sonrası 10. yıl faaliyet kârları = M işletmesinin İskonto oranı

10. yıldaki değeri

$$= \frac{128,62}{0,12} = 1071,83 \text{ (Milyon ₺.)}$$

$$10. \text{ yıldaki değer in bugünkü değeri} = \frac{1071,83}{(1+0,12)^{10}} = 345,10 \text{ (Milyon ₺.)}$$

M işletmesinin R işletmesine 35 milyon ₺ bedel tek-
lif ettiğini varsayarak M işletmesinin 22.000 ₺. olan
hisse senetleriyle R işletmesini alabilmesi için ilave
1.590 adet hisse senedi çıkarması gerekecektir
(35 milyon/22.000). Birleşme sonrasında varlığı devam
edecek olan işletmenin piyasa değeri (220 + 35) 225 milyon ₺
olup, M işletmesi ortaklarının payı ($\frac{220}{255}$) % 86,27, R
işletmesi ortaklarının payı ($\frac{35}{255}$) % 13,73 dir.

M işletmesi ortaklarının birleşme öncesi varlığı,
Tablo II-6'da görüldüğü üzere, 368,03 milyon iken bir-
leşme sonrasında (368,03 + 44,51) 412,54'ün % 86,27 si
olan 355,89 milyon olmuştur. Dolayısıyla, M işletmesi
ortaklarının (birleşmenin hisse senedi karşılığında olma-
sı durumunda) 12.14 milyon ₺.lik bir değer kaybı olduğu
görülecektir.

Yukarıda verilen örnekte de görüldüğü üzere, işlet-
meler birleşmelerde kullanacakları ödeme aracına göre
edenebilecek fiyatta değişiklikler yapabileceklerdir.
Gerçekte birleşilecek işletmeyi değerlendirirken, değer-
leme yöntemleri açısından, ödeme aracının, fazlaca bir
önemi yoktur. Fakat nihai fiyatın belirlenmesinde ödeme
aracının rolü büyüktür.

G. Hisse Senedi Başına Düşen Gelirlerin Analiz Yöntemi (Earnings Per Share)

İşletme değerinin belirlenmesinde en çok kullanılan
ve en eski yöntemlerden biri hisse başına düşen gelirden
(HBG) hareketle işletme değerinin saptanmasıdır.

HBG'den faydalanılarak bir işletmenin değerinin be-
lirlenmesinde başlıca iki uygulama bulunmaktadır (82).

- İşletmenin cari gelir rakamını (en son yıla ait)
kullanarak hisse başına gelirin bulunması,

- Cari gelir yerine gelecekte elde edilmesi beklenen yıllık ortalama gelir rakamının tahmin edilmesi.

İkinci yol işletmenin uzun dönemde performansını değerlendirmeyi gerektirdiği için, birinci yönteme göre, daha gerçekçi bir yaklaşım olmaktadır.

HBG'nin gerek birinci yoldan gerekse ikinci yoldan belirlenmesinden sonra, sıra bu rakama uygulanacak Fiyat/Gelir (F/G) oranının belirlenmesine gelir.

F/G oranının belirlenmesinde de iki yol izlenmektedir(83).

- Piyasada aynı risk sınıfına giren, aynı sektörde faaliyet gösteren, benzer büyüklükteki işletmelerin F/G oranlarından faydalanmak,

- Finansal analistler tarafından belirlenecek F/G oranını kullanmak.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde ve özellikle hisse senetleri aktif olarak işlem görmeyen işletmelerin değerlendirilmelerinde kullanılmakta olan birinci yolun rizikosu büyüktür. Pratik olması ve çok sayıda birleşme adayı arasından ilk sıralamayı yapmakta faydalı olması açısından tercih edilebilir. Bununla birlikte, bir işletmeye benzer bir işletmeyi bulmak, her işletmenin kendine has özellikleri olması nedeniyle, zordur (84).

Birleşmelerde HBG ve F/G oranına dayalı olarak satıcı işletmeyi değerlendirirken, o işletmenin F/G oranını etkileyen faktörlerin analiz edilmesi gerekecektir.

(83) GÖNENLİ, s.170; ayrıca bkz.: Donald J.SMALTER ve Roderic C.LANCEY, "P/E Analysis in Acquisition Strategy" H.B.R., C.44, S.6 (Ekim-Kasım 1966), s.85-90.

(84) FRANKS, s.255.

Literatürde F/G oranını etkileyen faktörler konusunda yoğun çalışmalar yapılmaktadır. Bununla birlikte, işletmelerin değerlendirilmesinde E/G oranının ne ölçüde etkili olduğu konusunda tam bir anlaşma sağlanamamıştır.

F/G oranını etkileyen faktörlerin başlıcaları aşağıda özetlenmektedir (85):

- Gelecekte HBG'deki büyüme oranı,
- HBG'lerde beklenen dalgalanmalar,
- Şirket gelirlerinde uzun dönemde büyüme beklenmesi;
- Bir şirketin büyüme beklentisinin en önemli göstergesi olan araştırma ve geliştirme faaliyetlerine verilen önem,
- Yönetim,
- İşletmenin rekabet durumu,
- İşletmenin varlık yapısı.

Uygun F/G oranı belirlenirken pazar şartlarının ve ödeme yöntemlerinin rolü büyüktür. Ekonominin genişleme dönemlerinde yüksek bir F/G oranı, daralma dönemlerinde düşük F/G oranı uygulanmaktadır (86).

İstatistikler ve bu alanda yapılan çalışmalar şirket değerlendirilmesinde, farklı sektörlerde farklı F/G oranı uygulandığını ortaya koymuştur. Aynı zamanda, aynı faaliyet kolu içinde yapılan birleşmelerde ele alınan ortalama F/G oranıyla, o sektörde sermaye pazarındaki ortalama F/G oranı arasında yakın ilişkinin olduğu da ortaya çıkmıştır (87).

(85) SMALTER ve LANCEY, s.88; ayrıca bkz.: Peter O.STENER ve Ann ARBOR, Mergers: Motives, Effects, Policies (Michigan: University of Michigan Press, 1976), s.105.

(86) SCHARF, s.57.

(87) a.g.k., s.58.

Alıcı işletme açısından yüksek F/G oranının olduğu ortamlar dezavantajlı, düşük F/G oranının olduğu ortamlar avantajlı ortamlar olduğu söylenebilir.

Birleşmelerde satıcı işletmenin HBG ve F/G oranı kadar, bu faktörlerin birleşme sonrasında alıcı işletmenin kendi HBG ve F/G oranları üzerine muhtemel etkilerinin de değerlendirilmesi son derecede önemlidir (88).

Bir işletmenin birleşme sonucunda HBG'lerini etkileyebilecek en önemli değişkenler: 1) İki işletmenin cari F/G oranları, 2) İki işletmenin nispi büyüklükleri, 3) İşletmelerin gelirlerindeki büyüme oranlarıdır (89).

1. Gelecekte Gelirlerde Beklenen Büyüme Oranlarının Farklı Olmasının Hisse Başına Düşen Gelire Etkileri

Analize, önce, cari F/G oranını sabit tutarak gelecekte gelirlerde beklenen büyüme oranının eşit olmamasının HBG'ler üzerine etkileri araştırılarak başlanabilir.

Aşağıda, gelirlerde beklenen büyüme oranlarının eşit olmamasının alıcı işletmenin HBG'leri üzerine etkileri sayısal bir örnekle açıklanmaya çalışılmıştır (90).

Biri büyük (L) diğeri orta büyüklükte (M) iki işletme birleşmeyi düşünmektedirler. M işletmesinin yıllık geliri 30.000 birim, L işletmesinin (satın alıcı) 100.000 birim olsun. İki işletmenin nispi büyüklükleri (cari gelirleri ele alındığında) 0,30'dur. M'nin F/G oranı 13, L'nin 10; nispi F/G oranı 1,3 dür. L'nin dolaşımında 10.000 adet hisse senedi olup, HBG'si 10 dur. M'nin dolaşımdaki hisse sayısı 5.000, HBG'si 6 dır. L'nin hisseleri 100 (10x10), M'nin hisseleri 78 (13x6) e satılmaktadır. Pazar fiyatları esas alındığında değişim oranı 100/78 (1,28), yani L'nin

(88) ENGLER, s.546.

(89) Daha ayrıntılı bilgi için bkz.: J.Fred WESTON, "The Determination of Share Exchange Ratios in Merger" içinde: ALBERTS ve SEGALL (der.), s.118 ve WESTON-BRIGHAM, s.567.

(90) WESTON, s.118-123.

bir payına karşılık olarak M'nin 1,28 payı ele alınmaktadır. Böylece L'nin, 5000 M hissesi için 3.900 hisse senedi çıkarması gerekecektir. Birleşme sonunda L'nin dolayında 13.900 hisse senedi olacaktır. L'nin ilk hissedarları 10.000 ya da payların % 71,94'ne, M'nin hissedarları ise 3.900 ya da % 28.06'sına sahip olacaktır.

Birleşme sonrası varlığı devam edecek işletmenin yıllık gelirleri iki işletmenin gelirlerinin toplamı olacağı (sinerji etkisiyle herhangi bir artışın olmayacağı) varsayılmaktadır. Yine, L'nin gelirlerinde, beş yıl içinde, yıllık % 6, M'nin % 20 artış olacağı düşünülmektedir.

Her iki işletmenin 5 yıl içindeki gelir durumları Tablo II-7'de görülmektedir. Tablo II-7a'da L ve M işletmelerinin birleşme öncesi ve sonrası HBG durumları sunulmaktadır. Tablonun 7. kolonunda, M'nin birleşme öncesi ve sonrası HBG durumlarının doğrudan doğruya karşılaştırılmasının yapılabilmesi için, birleşme olmaksızın fakat yeni duruma göre HBG'leri gösterilmektedir. 8. ve 9. kolonlarda, L ve M işletmesinin HBG'lerindeki artmalar ya da azalmalar yer almaktadır.

Tablo II-7b ve c'de benzer hesaplamalar yer almakla birlikte, M' işletmesinin gelirlerinde büyüme oranları değiştirilmektedir.

Şekil II-4 ise, Tablo II-7a'nın 8. kolonundan (burada nispi büyüklük oranları 0,20 ve 0,06; 3,3-1), Tablo II-7b'nin 8. kolonundan (burada nispi büyüklük oranları 0,10 ve 0,06; 1,7-1), Tablo II-7c'nin 8. kolonundan (nispi büyüklük oranları 0,30 ve 0,06; 5-1) faydalanılarak çizilmiştir. Bundan başka, nispi büyüklük oranlarının 0,06 ve 0,06 (yani 1-1) ve 0,30 ve 0,06 (yani 0,5-1) olması durumları da gösterilmiştir.

TABLO 11-7

Gelirlerde Farklı Büyüme Oranlarının HBG'ler Üzerine Etkileri*

TABLO 11-7a								
(1) Yıl	(2) L'nin yıllık 0,06 Büyüme Oranına göre Gelirler	(3) M'nin yıl- lık 0,20 Büyüme Or- anına göre Gelirler	(4) Birleşme sonrası ge- lirler (2)+(3)	(5) Birleşme sonrası HBG (4): 13.900	(6) L'nin Birleşme Öncesi HBG (2): 10.000	(7) M'nin Birleşme Öncesi (Yeni du- ruma göre) (3):3.900	(8) (9) HBG'lerde Artış- lar veya Azalışlar	
							L (6)-(5)	M (5)-(7)
0	100.000	30.000	130.000	9,35	10,00	7,64	(0,65)	1,66
1	106.000	36.000	142.000	10,22	10,60	9,23	(0,38)	0,99
2	112.360	43.200	155.560	11,19	11,24	11,08	(0,05)	0,11
3	112.102	51.840	170.942	12,30	11,91	13,29	0,39	(0,99)
4	126.248	62.208	188.456	13,56	12,62	15,95	0,94	(2,39)
5	133.823	64.650	208.473	15,00	13,38	19,14	1,62	(4,14)

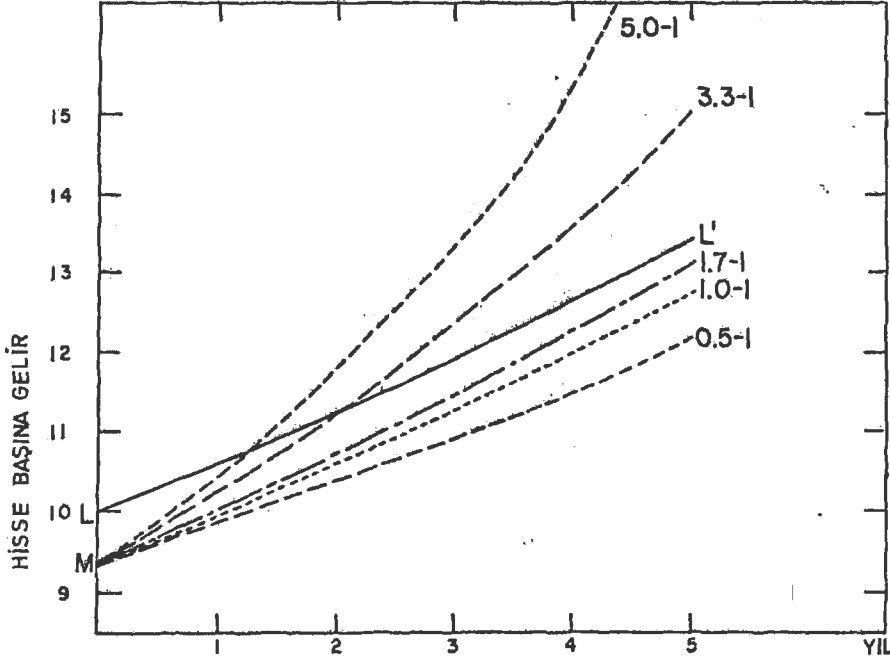
TABLO 11-7b								
(1) YIL	(2) L'nin yıllık 0,06 Büyüme Oranına göre gelirler	(3) M'nin yıl- lık 0,20 Büyüme Or- anına göre Gelirler	(4) Birleşme sonrası ge- lirler (2)+(3)	(5) Birleşme sonrası HBG (4): 13.900	(6) L'nin Birleşme Öncesi HBG (2): 10.000	(7) M'nin Birleşme Öncesi (Yeni (3): 3.900	(8) (9) HBG'lerde Artış- lar veya Azalış- lar	
							L (6)-(5)	M (5)-(7)
0	100.000	30.000	130.000	9,35	10,00	7,64	(0,65)	1,66
1	106.000	33.000	139.000	10,00	10,60	8,46	(0,60)	1,54
2	112.360	36.300	148.660	10,70	11,24	9,31	(0,54)	1,39
3	119.102	39.930	159.032	11,44	11,91	10,24	(0,47)	1,20
4	126.248	43.923	170.171	14,24	12,62	11,26	(0,38)	0,98
5	133.823	48.315	182.138	13,10	13,38	12,39	(0,28)	0,71

TABLO 11-7c								
(1) Yıl	(2) L'nin yıllık 0,07 Büyüme Oranına göre gelirler	(3) M'nin yıl- lık 0,20 büyüme ora- nına göre Gelirler	(4) Birleşme sonrası ge- lirler (2)+(3)	(5) Birleşme sonrası HBG (4): 13.900	(6) L'nin Birleşme Öncesi HBG (2): 10.000	(7) M'nin Birleşme Öncesi (Yeni du- ruma göre) (3): 3.900	(8) (9) HBG'lerde Artış- lar veya Azalış- lar	
							L (6)-(5)	M (5)-(7)
0	100.000	30.000	130.000	9,35	10,00	7,69	(0,65)	1,66
1	106.000	39.000	145.000	10,43	10,60	10,00	(0,17)	0,43
2	112.360	50.700	163.060	11,73	11,24	13,00	0,49	(1,27)
3	119.102	65.910	185.012	13,31	11,91	16,90	1,40	(3,59)
4	126.248	85.683	211.931	15,25	12,62	21,97	2,63	(6,72)
5	133.823	111.388	245.211	17,64	13,38	28,56	4,26	(10,92)

* Varsayımlar: Birleşme öncesinde L'nin hisseleri 100 M'nin hisseleri 78'e satılmaktadır. L'nin 10.000 hisse senedi varken M'nin 5000 hisse senedini alabilmesi için ilave 3.900 hisse senedi çıkarmaktadır. Değişim oranı $100/78=1.28=5.000/3.900$ dir. Yeni İşletmenin % 71.94'üne L İşletmesi, % 28.06'sına M İşletmesi sahiptir.

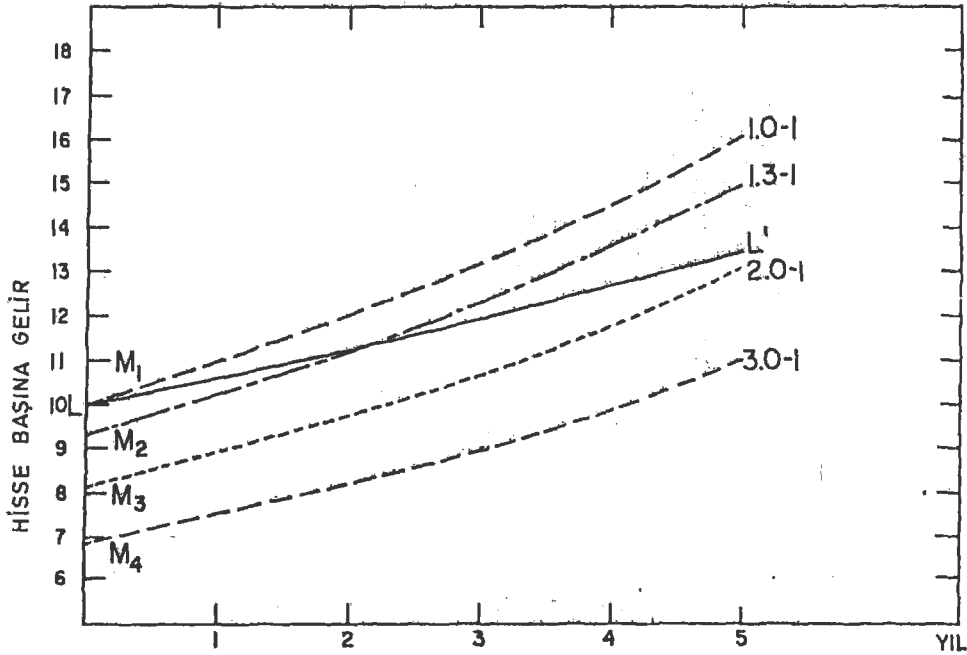
ŞEKİL II-4

Büyüme Oranlarının Farklı Olmasının
HBG'ler Üzerine Etkileri



ŞEKİL II-5

F/G Oranlarının Farklı Olmasının HBG'ler
Üzerindeki Etkileri



Şekil II-4'te görüldüğü üzere her bir büyüme durumunda L işletmesinin HBG'lerinde ilk azalma aynı olmaktadır. Gelecekteki büyüme oranlarının farklı olması, birleşme sonrası varlığını devam ettiren işletmenin HBG'lerindeki artış oranında farklılıklara neden olmaktadır. Şayet iki büyüme oranı arasındaki oran 5-1 ise, birleşme sonucunda L'nin HBG'leri, birleşme öncesi HBG'yi 1.yılda; iki büyüme oranı arasındaki oran 3,3-1 ise ikinci yılda geçecektir. Diğer durumlarda (5 yıl içinde) ise L'nin HBG'si birleşme öncesinin daha altında olacaktır.

L ve M işletmesinin gelirlerindeki büyüme oranı (1-1) olduğu özel bir durumda, ilgili dönemde, L'nin HBG çizgisi LL' çizgisine paralel 9,35 değerle başlayan bir durum gösterecektir. Gelecekteki büyüme oranları arasındaki oran (1-1) den daha az ise, birleşme sonucunda oluşacak HBG çizgisi LL' çizgisinden uzaklaşan bir görünüm arzeder.

Şekil II-4'e benzer bir şema, birleşen iki işletmenin mümkün görülen her bir F/G oranları için hazırlanabilir. Değişen nispi F/G oranları, HBG'lerde ilk azalmanın miktarını değiştirecektir. Bundan başka, HBG'lerde değişimin yönü, gelirlerde beklenen büyüme oranındaki farklılığı yansıtacak şekilde olacaktır.

2. F/G Oranlarının Farklı Olmasının HBG Üzerine Etkileri

Birinci örnekte, birleşen işletmelerin F/G oranları sabit tutularak, gelirlerdeki farklı büyüme oranlarının, varlığı devam edecek olan işletmenin HBG'leri üzerine etkileri analiz edilmiştir. Şimdi ise, birleşen işletmelerin gelirlerindeki büyüme oranları sabit tutularak, farklı F/G oranlarının, varlığı devam edecek olan işletmenin HBG'leri üzerine etkileri analiz edilmeye çalışılacaktır.

Aynı sayısal örnek yardımıyla analizin nasıl yapılacağı aşağıda verilmektedir (91).

TABLO 11-8

Farklı Fiyat/Gelir Oranlarının HBG'ler Üzerine Etkileri

TABLO 11-8*								
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8) (9)	
Yıl	L'nin yıllık 0,06 büyüme oranına göre gelirler	M'nin yıllık 0,20 büyüme oranına göre gelirler	Birleşme sonrası gelirler (2)+(3)	Birleşme sonrası HBG (4): 13.900	L'nin Birleşme Öncesi HBG (2): 10.000	M'nin birleşme öncesi HBG (Yeni duruma göre) (3):3.900	HBG'lerde Artışlar veya Azalışlar	
							L (6)-(5)	M (5)-(7)
0	100.000	30.000	130.000	9,35	10,00	7,69	(0,65)	1,66
1	106.000	36.000	142.000	10,22	10,60	9,23	(0,38)	0,99
2	112.360	43.200	155.560	11,19	11,24	11,08	(0,05)	0,11
3	119.102	51.849	170.942	12,30	11,91	13,29	0,39	(0,99)
4	126.248	62.208	188.456	13,56	12,62	15,95	0,94	(2,39)
5	133.823	74.650	208.473	15,00	13,38	19,14	1,62	(4,14)
TABLO 11-8a**								
0	100.000	30.000	130.000	8,12	10,00	5,00	(1,88)	3,12
1	106.000	36.000	142.000	8,88	10,60	6,00	(1,72)	2,88
2	112.360	43.200	155.560	9,72	11,24	7,20	(1,52)	2,52
3	119.102	51.840	170.942	10,68	11,91	8,64	(1,23)	2,04
4	126.248	62.208	188.456	11,78	12,62	10,37	(0,84)	1,41
5	133.823	74.650	208.473	13,03	13,38	12,44	(0,35)	0,59
TABLO 11-8***								
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8) (9)	
Yıl	L'nin yıllık 0,06 büyüme oranına göre kazançları	M'nin yıllık 0,20 büyüme oranına göre kazançları	Birleşme sonrası kazançlar (2)+(3)	Birleşme sonrası HBG (4): 19.000	L'nin birleşme öncesi HBG (2): 10.000	M'nin birleşme öncesi HBG (Yeni duruma göre) (3): 9.000	HBG'lerde Artışlar ya da Azalışlar	
							L (6)-(5)	M (5)-(7)
0	100.000	30.000	130.000	6,84	10,00	3,33	(3,16)	3,51
1	106.000	36.000	142.000	7,47	10,60	4,00	(3,13)	3,47
2	112.360	43.200	155.560	8,19	11,24	4,80	(3,05)	3,39
3	119.102	51.840	170.942	9,00	11,91	5,76	(2,91)	3,24
4	126.248	62.208	188.456	9,92	12,62	6,91	(2,70)	3,01
5	133.828	74.650	208.473	10,97	13,38	8,29	(2,41)	2,65

* Tablo 11-7'de kabul edilen varsayımlarla aynı.

** Birleşme öncesi L'nin hisseleri 100 birime (10xgelirler) ve M'nin hisseleri 120 birime (20xgelirler) satılmaktadır. L'nin 10.000 hisse senedi vardır ve M'nin 5.000 hissesi için, 6.000 hisse senedi çıkarılır. Değişim oranı $5.000/6.000 = 100/120 = 0,83$ olup, yeni işletmenin % 62,5 L işletmesi, % 37,5 M işletmesi sahiptir.*** Birleşme öncesi L'nin hisseleri 100 birime (10xgelirler) ve M'nin hisseleri 180 birime (30xgelirler) satılmaktadır. L'nin dolaşımında 10.000 hissesi olup, M'yi satın almak için ilave 9.000 hisse senedi çıkarması gerekmiştir. Değişim oranı $5.000/9.000 = 100/180 = 0,556$ dir. 19.000 hisse senetli yeni işletmenin % 52,63'üne L % 47,37'ine M sahiptir.

Verilen örnekte nispi F/G oranları değiştirilerek, varlığı devam edecek olan L işletmesinin HBG'ler üzerine etkileri analiz edilecektir.

Analiz için veriler Tablo II-8'de verilmektedir. Aynı şekilde Tablo II-8'den faydalanılarak Şekil II-5 çizilebilir.

Şekil II-5'te, gelirlerde beklenen büyüme oranı sabit tutularak (3,3-1), nispi F/G oranları değiştirilmektedir. Nispi F/G oranı 1,3 (13-10, Tablo II-8a esas alındığında) 2(20-10, Tablo II-8b esas alındığında) 3(30-10, Tablo II-8c esas alındığında) ve 1(10-10) olduğunda birleşme sonrası yıllık HBG'lerdeki değişimler açık olarak görülmektedir.

Şekil II-5'te görüldüğü üzere tüm kesik çizgiler birbirlerini kesmeyen -Şekil II-4'ün aksine- eğriler durumundadır. Kesik çizgilerin HBG eksenini kestiği noktalar, birleşmenin ilk yılında L işletmesinin HBG'leri üzerindeki ilk etkilerini göstermektedir. Şayet iki işletmenin de F/G oranı 1 ise, varlığı devam edecek işletmenin HBG'lerinin, birleşme öncesi durumunu devam ettireceği yani değişmeyeceği anlamına gelecektir. Şayet F/G oranları arasındaki oran 1'den daha büyük ise, birleşme sonrası varlığı devam edecek olan işletmenin gelirlerinde, başlangıçta bir azalma olacaktır. F/G oranları arasındaki oran 1'den daha küçük ise, başlangıçta gelirlerde artış olacaktır.

Şekil II-4 ve Şekil II-5'ten de açıkça görüldüğü üzere, HBG'de olabilecek ilk azalmanın fazlaca önemli olmayacağı söylenebilir. HBG'deki ilk etkiye fazla önem vermenin sakıncaları şunlar olabilir:

- Birleşmenin gelirler üzerindeki ilk etkisine önem verme, olaya miyopik bir bakış olacaktır. Çünkü, daha yüksek F/G oranı gelecekteki gelirlerde daha yüksek büyüme oranı ile birlikte olacağından HBG'lerdeki azalma sü-

resi kısalarak HBG'lerde daha hızlı büyüme olabilecektir. Birleşilecek işletmenin, varlığı devam edecek işletmenin HBG'lerindeki başlangıç etkisine bakarak, gelecekteki gelirlerde oluşacak daha hızlı büyümenin göz önüne alınmaması, hatalı kararlara neden olabilecektir (92).

Hisse senetlerindeki yüksek bir F/G oranı genellikle hızlı bir büyümeyle birlikte görülür. Bir işletmenin hisse senetlerinin F/G oranının diğer işletmeden daha yüksek oluşu, diğer koşullar aynı kalmak koşuluyla, o işletmenin büyüme hızının daha fazla olmasının bir göstergesidir (93).

Birleşilecek işletmenin büyüme hızı, alıcı işletmenin büyüme hızından daha fazla ise, başlangıçta varlığa devam edecek işletmenin HBG'lerinde bir düşme görülse bile, büyüme hızının artması nedeniyle, hisse başına daha fazla gelir elde etmelerine olanak verecektir. Gelirlerdeki azalmanın ne kadar süre devam edeceği grafik yardımıyla bulunacağı gibi, formül yardımıyla da bulunabilir (94).

$$E_1(1+g_1)^n = E_2(1+g_2)^n$$

E_1 = Birleşmeden önceki HBG

g_1 = Birleşmeden önceki büyüme hızı

E_2 = Birleşmeden sonraki HBG

g_2 = Birleşmeden sonraki büyüme hızı

n = Süreyi (yıl olarak) göstermektedir.

Daha yüksek F/G oranlı bir işletmeyle birleşmenin HBG'lerdeki başlangıç etkisine bakarak karar vermenin

(92) JOHNSON ve MELICHER, s.405.

(93) WESTON, s.126.

(94) AKGÜÇ, s.748.

ikinci sakıncalı yönü, birleşmeden sonra varlığı devam edecek işletmenin pay senetlerinin değerinde olacak artışın göz ardı edilmiş olmasıdır.

$$\text{Hisse senedinin fiyatı} = \text{HBG} \times \frac{F}{G}$$

olduğu düşünüldüğünde (95) F/G oranının birleşme öncesine oranla daha büyüyeceği ve dolayısıyla varlığı devam edecek işletmenin hisse senetlerinin, birleşme öncesine oranla daha yüksek değerle değerlendirileceğinin gözden kaçırılması gerekmektedir.

İşletmeler mevcut pazar değerlerini korumak için gerekli F/G oranını belirlemede, iki işletmenin F/G oranlarının tartılı ortalamasını alabilirler (96).

Örneğin:

	İşletme A	İşletme B
Toplam Gelirler	100.000.000	40.000.000
Dolaşımdaki hisse senetleri sayısı	10.000.000	5.000.000
HBG	10,00	8,00
Pazar fiyatı	160,00	160,00
F/G	16	20

Alıcı olan A işletmesinin B ile birleştiğinde hisse senetlerinin fiyatını koruyabilmesi için, gerekli olan F/G oranı şöyle hesaplanabilir.

$$\text{Gerekli Olan F/G} = \frac{100}{140}(16) + \frac{40}{140}(20) = 17,14$$

- HBG'lerdeki ilk etkiye dayanılarak karar vermenin üçüncü sakıncalı yönü de, bu analiz tekniğinin paranın zaman değerine gereken önemi vermemiş olmasıdır. Şayet paranın zaman değerine gereken önem verilecek olursa, ilk

(95) WESTON ve BRIGHAM, s.695-696.

(96) ENGLER, s.547.

yıllardaki artış ya da azalışların, daha sonraki yıllardaki artış ya da azalışlara göre değerinin daha fazla olması gerekecektir (97).

Bir birleşme kararının, sadece hisse senedi başına gelirler üzerindeki başlangıç etkisine dayanılarak verilmesinin başka bir sakıncası da, bu etkinin, işletmenin gelirlerinde $2+2=4$ gibi basit bir toplamayla sınırlı kalmasıdır. Birçok durumlarda $2+2=5$ gibi bir sonuca yol açan sinerji etkileri vardır (98).

HBG analizi indirgenmiş nakit akışları yöntemini tamamlayan faydalı ve gerçekçi bir yaklaşımdır. Birçok yazar, indirgenmiş nakit akışları yöntemini çok gerçekçi, rasyonel fakat uygulanma imkanı zor olan bir teknik olarak görürler. Bu nedenle HBG analizi uygulanması daha kolay olan bir teknik olarak ele alınmaktadır (99).

H. İskonto Edilmiş Nakit Akışları ve Hisse Senedi Başına Düşen Gelirin Analizi Yöntemlerinin Karşılaştırılması

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, birleşmenin tüm maliyeti (çıkarılan hisse senetleri ya da verilen nakit ve üstlenilen borç) üzerine kurulmuştur. Vergi oranlarının farklılığı nedeniyle gelirlerin vergi sonrası miktarı ele alınmıştır. Ve yöntemin en önemli özelliği, paranın zaman değerini dikkate almasıdır (100).

Genelde HBG yöntemi, birleşmek için çeşitli işletmeler bulunması durumunda, işletmeler arasında bir karşılaştırma yapmada, iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi ise, birleşmenin içsel yatırımlarla karşılaştırmasını yapmada

(97) Daha ayrıntılı bilgi için bkz.: WESTON, s.126-127.

(98) VAN HORNE, s.602.

(99) HIGGINS, s.168.

(100) ACKERMAN ve FRAY, s.38-40.

kullanılır. İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, birleşmenin alıcı işletmenin HBG'leri üzerine etkilerini analiz etmez (101).

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, işletmelerin aynı bazda, objektif olarak değerlendirmelerini yapmada en güvenilir yöntemdir (102).

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, işletmelerin uzun dönemli analizini, geçmiş performansını ele almayı gerektirir. HBG yöntemi ise işletmelerin kısa dönemli analizi yeterli görmektedir (103).

I. Birleşme Görüşmelerinin Sınırları

İşletmeler açısından birleşme koşulları karşılıklı görüşmelerle saptanacak olmakla birlikte, bu görüşmeler belirli sınırlar içerisinde oluşacak, birleşme şartları, ancak bu sınırlar arasında belirlenebilecektir (104).

Karşılıklı görüşmelerde alıcı ve satıcı işletme açısından sınırların ne olabileceğinin bir örnek aracılığıyla açıklanması aşağıda sunulmuştur (105).

Birleşmenin hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleşeceği, hisse senetlerinin pazar değerinin birleşecek işletmelerin birleşme öncesi varlık durumlarını belirleyeceği kabul edilmektedir. Hissedarların ve yöneticilerin amaçları işletmenin varlık değerini maksimumlaştırmaktır. Bu nedenle, ortakların varlıklarını maksimumlaştırmada doğru-
dan doğruya ilgili faktör, hisse senetlerinin pazar değeridir. Örnekte de işletmelerin hisse senetlerinin pazar değeri ele alınarak, tarafların birleşme sonucunda, en azından birleşme öncesi varlık değerlerini-hisse senetlerinin piyasa değerini- korumaları istenmektedir.

(101) ACKERMAN ve FRAY, s.35.

(102) DOUGAL ve MALEK, s.75.

(103) a.g.k., s.74.

(104) AKGÜÇ, s.757.

(105) Kermit D.LARSON ve Nicholas J.GONEDES, "Business Combinations: An Exchange Ratio Determination Model", The Accounting Review,C.44(Ekim 1969), s.720-728.

Birleşecek işletmelerin birleşme sonrası nispi varlık durumlarının belirleyicisi olan faktör, değişim oranıdır. Değişim oranı satıcı işletmenin bir hisse senedi için, alıcı işletme tarafından verilecek hisse senedi sayısı olarak tanımlanabilir (106). Alıcı işletmenin birleşme sonrasındaki varlık değeri, değişim oranıyla zıt şekilde değişecektir. Çünkü, daha yüksek değişim oranı: 1) Birleşme sonrası dolaşımdaki hisse sayısının artmasına, 2) Satın alınan işletmenin, birleşme sonucunda varlığı devam edecek işletmede, daha büyük oranda hak sahibi olmasına neden olacaktır. Örnekte, satın alan işletmenin kabul edebileceği maksimum ve satın alınan işletmenin kabul edebileceği minimum değişim oranının belirlenmesine çalışılmaktadır.

Varsayalım ki A İşletmesi B İşletmesiyle birleşecektir. Birleşme öncesi A İşletmesinin hisse senedinin fiyatı:

$$W_A = (M_A) (Y_A / S_A)$$

W_A = A İşletmesi ortaklarının servet durumu, diğer bir deyişle, A işletmesinin hisse senetlerinin piyasa değeri,

M_A = A İşletmesinin gelir çarpanı

Y_A = A İşletmesinin toplam gelirleri

S_A = A İşletmesinin dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısı
B İşletmesinin birleşme öncesi hisse senedinin fiyatı:

$$W_B = (M_B) (Y_B / S_B)$$

Birleşme sonunda beklenen hisse başına pazar değeri:

$$W_{AB} = (Q)(Y_A + Y_B) \left(\frac{1}{S_A + (ER)S_B} \right)$$

Q = Birleşme sonucunda ortaya çıkan işletmenin beklenen gelir çarpanı

$Y_A + Y_B$ = Birleşme sonucunda ortaya çıkan işletmenin toplam gelirleri (A işletmesinin ve B işletmesinin gelirleri toplamı).

$S_A + (ER)S_B$ = Birleşme sonucunda ortaya çıkan işletmenin dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısı

S_A = A'nın dolaşımdaki hisse sayısı

S_B = B'nin dolaşımdaki hisse sayısı

ER = Değişim oranı

Şayet, $W_{AB} > W_A$ olursa, satın alan işletmenin değeri artacak $W_{AB} = W_A$ ise değerinde bir değişiklik olmayacaktır. Diğer taraftan, $W_{AB} > \left(\frac{1}{ER} \right) W_B$ olursa, satıcı işletmenin değeri artacak, $W_{AB} = \frac{1}{ER} W_B$ ise değerinde bir değişiklik olmayacaktır.

A İşletmesinin hissedarları için kabul edilebilir en yüksek değişim oranı $W_{AB} = W_A$ olduğu bir düzeyde olmalıdır.

Larson ve Gonodes W_{AB} 'yı W_A 'a eşitleyip basitleştirerek A İşletmesi hissedarları için kabul edilebilecek en yüksek değişim oranını şu şekilde göstermektedirler:

$$ER_A = \frac{(Q)(Y_A + Y_B) - (M_A)(Y_A)}{(M_A)(Y_A)(1/S_A)(S_B)}$$

Bu değişim oranı ile, birleşmeden sonraki beklenen hisse başına pazar fiyatı, önceki hisse başına pazar fiyatının aynı olacaktır.

Genellikle, birleşme sonucunda varlığı devam edecek işletmenin F/G oranı (Q) kesin bir belirlilik derecesinde belirlenemez. Sonuç olarak, bir Q alanı için A işletmesi hissedarlarının kabul edebilecekleri en yüksek değişim

oranı, yukardaki formülden faydalanarak, bir şekilde gösterilebilir (Şekil II-6). Burada ER_A 'nın Q'nun doğrusal bir fonksiyonu olduğu görülmektedir. Q ne kadar büyük olursa, A işletmesi hissedarları için kabul edilebilir en yüksek değişim oranı da, o kadar büyük olacaktır. Dolayısıyla, doğrunun üzerinde ya da altında kalan herhangi bir değişim oranı kabul edilebilir.

B işletmesi için kabul edilebilir en düşük değişim oranının bulunması da benzer şekilde yapılabilir. Bu oranı elde etmek için, B işletmesinin hisse senetlerinin pazar fiyatı, birleşmeden önceki pazar fiyatını eşit ya da bunun üstünde olur. $W_{AB} = \frac{1}{ER}(W_B)$ yi yeniden düzenleyerek aşağıdaki eşitlik elde edilebilir.

$$ER_B = \frac{(M_B)(Y_B/S_B)(S_A)}{(Q)(Y_A+Y_B) - (M_B)(Y_B)}$$

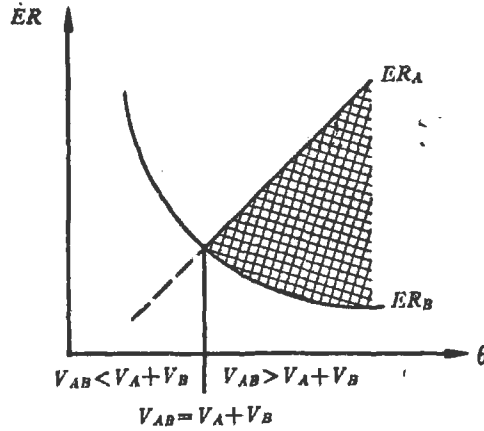
Burada ER_B 'nin Q'nun bir fonksiyonu olduğu ve aralarında ters orantı olduğu görülmektedir. B işletmesi hissedarları sadece çizginin üzerinde ya da bunun üstündeki bir değişim oranı kabul edeceklerdir.

Bu ilişkilerin grafiği çizildikten sonra, taralı alan, değişim oranı üzerinde yapılacak görüşmelerin sınırların belirlemektedir. Bu tür bir bilgiye dayanarak, A' işletmesi ER_B çizgisine en yakın bir değişim oranı üzerinden pazarlığa yanaşmak, B işletmesi de ER_A doğrusuna yakın bir değişim oranını sağlamaya çalışmak isteyecektir. Şekilde gösterilen görüşme sınırına ilişkin koşullar, uygun görüşmelere olanak sağlayacak alanı oluşturmaktadır (107).

Üzerinde anlaşmaya varılacak değişim oranı iki işletmenin nispi pazarlık güçlerine bağlı olduğu kadar, birleşildikten sonra ortaya çıkması beklenen F/G oranına da bağlıdır. Şayet beklenen F/G oranı X noktasının solunda

olursa, iki işletmenin birleşmesi gerçekleştirilmemelidir. Çünkü bu durumda, her iki işletmenin hissedarları kazançlı çıkmayacaklardır. X noktasının sağındaki her F/G oranı, birleşmeden önceki F/G oranlarının ağırlıklı ortalamalarından büyük olacaktır.

ŞEKİL II-6 Değişim Oranının Sınırları



J. Birleşme Fiyatında Ayarlamalar

Bir işletmenin yukarıda adı geçen çeşitli metodlarla, gerçek fiyatını belirledikten sonra bu fiyatta çeşitli düzeltmeler yapılması gerekebilir. Birleşme sonrasında ilave yatırımların yapılması ya da çalışma sermayesi eksikliğinin giderilmesi gerekebilir. Atıl çalışma sermayesi veya işletmede kullanılmayan varlıkların satışından elde edilecek nakit girişlerinin işletme değerinden düşülmesi gerektiği gibi, eksiklikleri durumlarında, işletme değerine ilave edilmesi de söz konusudur (108).

(108) D.R. MYDDELTON, Financial Decisions (Essex: Cambridge Business Studies Project Trust, 1983), s.65

İşletmenin gerçek değeri belirlendikten sonra, satın alma bedeli olarak daha yüksek bir bedelin ödendiği çeşitli durumlar da bulunmaktadır. Böyle bir prim ödemenin en önemli nedeni iki işletmenin birlikte, ayrı ayrı yaratacakları gelirden daha fazlasını yaratma beklentisidir. Çeşitli birleşme türlerinde bu beklenti farklı olacaktır. Ödenecek primin miktarını (109):

- Birleşilecek işletmenin borç/varlık oranı eğilimi,
- Birleşilecek işletmenin pazar değeri/defter değeri oranı,
- Birleşme türü,
- Birleşme pazarındaki rekabet durumu,
- Birleşmenin dostça olup olmaması gibi faktörler belirler.

Primlerin, birleşmelerden beklenen faydalarla pozitif, alıcı işletmenin pazarlık gücüyle negatif ilişkisi vardır.

VI. BİRLEŞMELERİN FİNANSMANI

Teorik olarak bir birleşmenin nakit ya da menkul değerlerle (hisse senetleri, dönüştürülebilir tahviller, tahviller, varantlar v.b.) yapılmasının, işletmelerin finansal değerlemesinde herhangi bir değişiklik yaratmayacağı öne sürülmektedir. Çünkü, değerlendirme ilkeleri değişmektedir (110).

Alıcı ya da satıcı işletme açısından, birleşmenin finansmanında kullanılacak araçların etkileri farklı olacaktır.

Alıcı işletme açısından vergilendirilemeyen birleşme yani, hisse senedi karşılığı birleşmenin üstün yönü, bir

(109) BURSTEIN, s.68-83.

(110) VAN HORNE, s.610.

finansman sorunu yaratmamasıdır. Alıcı işletme sermaye artırımına giderek, artan sermaye karşılığında çıkaracağı hisse senetleriyle bir işletmeyle birleşebilir. Buna karşılık, işletme borçlanarak diğer bir işletmeyi satın alabiliyorsa, hisse senedi vermek yoluyla birleşme, kaldıraç faktöründen faydalanma etkisini azaltacaktır (111).

Alıcı işletme açısından değişimin hisse senediyle yapılmasının sakıncalı yönü, satın alınan varlıkların bilançoda defter değeriyle gösterilmesi ve dolayısıyla amortismanların bu değerler üzerinden ayrılması zorunluluğudur (112).

Alıcı işletme açısından değişimin hisse senediyle yapılmasının sakıncalı olan bir diğer yönü de yönetim ya da denetim hakkının korunması açısından dır. Özellikle satıcı işletmenin nispeten büyük ve daha çok belirli bir aile grubunun denetimi altında olması durumunda görülür. Böyle bir durumda satın alıcı işletme hisse senedi karşılığı birleşmeye karşı tereddüt gösterecektir (113).

Vergilendirilebilir ya da vergilendirilemeyen bir birleşmeye karar vermede işletmelerin amaçları ve finansal özellikleri önemli rol oynar.

Birleşmenin esas amacı üretim ya da pazarlama amaçlarından daha çok finansal ise, satın alıcı işletmenin özellikle şu faktörlere önem vermesi gerekmektedir (114).

- Satın alınacak varlıkların vergi durumu,
- Satın alınacak işletmenin vergi katkıları,

-
- (111) Ayrıca bkz.: Robert SPITALNIC, "Financing the Acquisition: An Overview" içinde: HARVEY ve NEW GARDEN, Management....., s.109-117.
- (112) Peter D.LABLANC, "Financing Alternatives" içinde: MORIN (der.) Acquisitions and..... s.232-235.
- (113) Samuel L.HAYES ve Russell A.TAUSSIG, "Tactics of Cash Take over Bids" H.B.R., C.45, S.2 (Mart-Nisan 1967), s. 135-140.
- (114) John H. HENNESSY, Handbook of Long-Term Financing (New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986), s.118.

- Satın alınacak işletmenin finansal katkıları,
-Satın alınacak işletmenin sahipleri için vergi sonuçları.

Birleşmenin esas amacı finansal kazanç elde etmek ise, mevcut varlıklar için en yüksek vergi tasarrufu sağlayabilecek cari ya da maliyet değerleri ele alınarak işlem şekli kararlaştırılabilir.

Genellikle halka kapalı işletmeler, birleşme anında vergiden kaçınmak için, vergisiz birleşmeleri tercih ederler. Şayet alıcı işletme nakit karşılığı birleşmek isterse, satıcı işletme, işletme değerini yukarıya doğru arttırabilir (115).

Ödemelerin birleşme anında değil de taksitle olması durumları da birleşme fiyatının artmasına neden olur. Taksit ödemeleri nakit, hisse senedi veya diğer ödeme araçlarıyla yapılabilir. Koşullara bağlı bir fiyatlama da yapılabilir. Şöyle ki, alıcı ve satıcı işletmenin, gelecekteki nakit akışları tahminlerinde farklılık olabilir. Bu nedenle işletme fiyatı üzerinde bir anlaşmaya varamayabilirler. Bu durumda gelecekte beklenen gelirlerin gerçekleşme durumuna bağlı olarak satıcı işletmeye ödemedede bulunabilir (116).

(115) SCHARF, s.66.

(116) a.g.k., s.69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN
FİNANSAL ANALİZİNE
TÜRKİYE'DEN BİR UYGULAMA

I. UYGULAMANIN AMACI VE UYGULANAN YÖNTEM

Şirket birleşmeleri Türkiye'de son yıllarda hızla artmıştır. Nedeni, uygulanmakta olan ekonomik politikaların yanı sıra birleşmeleri teşvik etmek için getirilen vergi avantajlarıdır. Batıda bir asırdan daha uzun süredir çeşitli yoğunluklarda görülen birleşmeler, gerek mikro gerekse makro düzeyde ve çeşitli açılardan incelenmiştir. Çalışmaların en çok yoğunluk kazandığı alan, birleşmelerin finansal yönü olmuştur. Ülkemiz gibi sermaye kaynağı kıt olan ülkeler açısından birleşmelerin finansal yönü daha da önemlidir. Rasyonel yatırım kararlarıyla kıt kaynaklardan optimal faydalanmada ve işletme değerini maksimum yapmada iyi bir finansal analizin rolü tartışılmaz.

Çalışmanın uygulama aşamasında, önceki bölümlerde kuramsal açıdan incelenmeye çalışılan birleşmelerin finansal analizinin Türkiye'de faaliyet gösteren iki işletmenin birleşmeleri üzerinde uygulaması yapılmıştır.

Uygulamanın temel amacı, bir taraftan, bir birleşmenin finansal açıdan incelenmesinde şirketlerce ne tür çalışmalar yapıldığının tespiti, diğer taraftan, Türkiye koşullarında nasıl bir değerlendirme yapılabileceğinin ortaya konulmasıdır.

Çeşitli birleşen şirketlerle görüşmeler yapıldıktan sonra -Koç Holding A.Ş., Sabancı Holding A.Ş. ve Profilo Holding A.Ş.- uygulamaya örnek olarak lastik sanayiinde faaliyet gösteren ve aynı holding bünyesinde olmayan iki şirketin birleşmesi alınmıştır.

Türkiye'de hisse senedi karşılığı yapılan birleşmeler, genellikle aynı holding bünyesindeki zararda bir şirketin kârlı bir şirketle birleştirilmesi şeklinde ve vergi avantajlarından faydalanmak amacıyla yapılmaktadır. Bu tür birleşen şirket örneğinin çok olmasına rağmen, böyle bir birleşmede finansal analiz çalışmalarına, şirketlerin yönetimi ve denetimi aynı grubun elinde olması nedeniyle, ihtiyaç duyulmamaktadır.

Dolayısıyla uygulamanın yapılacağı birleşme örneğinin, birleşmenin hisse senedi karşılığı olması ve şirketlerin yönetiminin ve denetiminin ayrı gruplar elinde olmasına özen gösterilmiştir.

Araştırmanın yapıldığı şirketlerin isteği üzerine, şirket isimleri verilememektedir.

Birleşmenin finansal analiziyle ilgili olarak, şirketlerin planlama, muhasebe bölümlerinde ve genel müdür yardımcılığı gibi pozisyonlarında görev yapan çeşitli kişilerle görüşme yapılmıştır. Görüşmede hazırlanan sorular hem alıcı işletmeye hem de satıcı işletmeye yöneltilmiştir.

II. UYGULAMA YAPILAN İŞLETMELERİN KISA TANITIMI

Birleşen işletmelerin birleşmede uyguladıkları finansal analize ve değerlemesine geçmeden önce, lastik sektörünün genel özellikleri ve şirketlerle ilgili bilgiler verilmektedir.

A. Lastik Sanayiinde Genel Durum

Dünya lastik piyasası az sayıda üreticinin denetiminde bulunmaktadır. Bu piyasanın en büyükleri ise A.B.D. şirketleridir. Son zamanlarda Japon ve Güney Kore kökenli şirketler de bu egemenliği tehdit eder hale gelmişlerdir.

Lastik piyasası büyük ölçekte faaliyette bulunmayı zorunlu kılmaktadır. Bu ise, büyük yatırımları, sürekli teknolojik yenilenmeyi ve büyük araştırma-geliştirme çalışmalarını gerektirmektedir. Dolayısıyla bütün bunlar, lastik piyasasına oligopolistik bir yapı vermektedir.

Türkiye'deki durum da dünyadaki durumla paralellik göstermekte olup, sektörde faaliyet gösteren az sayıda şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden biri dışında diğerlerinde yabancı sermaye ortaklığı söz konusudur.

Türkiye'de sanayi işletmeleri için net kâr/net satış oranının % 5 dolaylarında olması normal kabul edilirken, lastik piyasasında bu oran ortalama % 10 dolaylarında olmaktadır (1).

Kârlılığın ve rekabetin büyük olduğu bu sektörde faaliyette bulunabilmek için, sürekli teknolojik yenilikler yapmak, araştırma-geliştirme faaliyetlerine ağırlık vermek, büyük ölçekte faaliyette bulunmak gerekmektedir. Kârlılığın ve rekabetin korunmasında ürün farklılaştırılması yanında, piyasaya yeni girişlerin engellenmesi biçiminde faaliyetler de görülmektedir.

B. Birleşen Şirketlerle İlgili Bilgiler

Birleşilen ya da satın alıcı Şirket (A), 1963'te kurulmuştur. Şirketin hisse senetlerinin nominal değeri 500 ₺. olup, borsaya kayıtlıdır. Şirketin % 51'lik payı A.B.D. kökenli bir şirkete, diğer kısmı Türk özel ve tüzel kurum ve kişilerine aittir. Şirket'in küçük tasarruf sahibi ortak sayısı 700 civarındadır*. 1985 yılı itibarıyla

(1) "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Firması", İSO, Yıl 20, Özel Sayı (15 Ekim 1985).

* Şirketlerle ilgili bilgiler, şirketlerde yapılan görüşmeler sırasında, şirketlerin faaliyet raporlarından, Cihangir SAMİN, Finansal Analiz, Cilt 10 (İstanbul: Önay Matbaacılık, 1987) ve aynı yazarın Cilt 1-5'lerin den alınmıştır.

lastik sektöründe toplam üretimin % 16'sını A Şirketi oluşturmuştur.

Birleşen ya da satıcı Şirket (B), 1964 yılında kurulmuştur. Şirketin hisse senetlerinin nominal değeri 500 ı. olup, borsaya kayıtlıdır. Şirketin en büyük ortakları % 32,8 ve % 19 payla A.B.D. kökenli olup, diğer kısmı ise Türk özel ve tüzel kurum ve kişilerine aittir. Şirketin küçük tasarruf sahibi ortak sayısı 200'e yakındır. 1985 yılı itibarıyla, lastik piyasasındaki payı % 26,7 idi.

III. BİRLEŞMENİN PLANLANMASIYLA İLGİLİ SORULAR VE DEĞERLEMELERİ

1. Niçin birleşme yolunu tercih ettiniz?

A Şirketinden alınan cevapların önem sırasına göre sıralanması:

- Pazar payını arttırma,
- Ürün karışımının geliştirme,
- Daha hızlı büyüme,
- Vergi avantajlarından faydalanma şeklinde olmuştur.

Aynı soru için B Şirketinden alınan cevapların önem derecesine göre sıralanması:

- Şirketin finansal güçlük içinde bulunması,
- Teknik bilgi ve uzmanlıktan faydalanma isteği,
- Şirketin güç ve prestijini arttırma isteği,
- Talep daralması,
- Vergi avantajlarından faydalanma şeklinde olmuştur.

Şirketlerin birleşme nedenleri konusunda verdikleri cevaplar, Batıdaki ilk birleşme örneklerindeki birleşme amaçlarıyla uygunluk göstermektedir (2).

(2) Nicholas A.H.STACEY, Mergers in Modern Business
(London: Hutchinson ve Co.Ltd., 1970), s.44.

Batıda da ilk birleşmelerde finansal amaç ön plandaydı, son yıllarda yapılan birleşmelerde ise, daha iyi yönetimi sağlamak şeklindeki yönetim amacı ön planda olmaktadır.

Gerçekten de A Şirketi B Şirketiyle birleşerek üretim kapasitesini % 100 arttırmıştır. Faaliyet gösterilen pazarın oligopol bir pazar olması dolayısıyla da, bir taraftan, kısa sürede kapasite % 100 arttırılırken, diğer taraftan, rakip bir şirket ile birleşilerek, rekabet kaldırılmıştır. Böylece A Şirketi lâstik sektöründe en büyük kapasiteye ve en büyük pazara sahip bir şirketi haline gelmiştir (4).

B Şirketi, birleşme nedeni olarak, finansal güçlük içinde olmasını I. önemde göstermiştir. B Şirketinin, birleşme öncesi son iki yılda, zararları söz konusudur. Zararlar:

1984'te 1.841.823.000 ₺.

1985'te 102.480 ₺. olmuştur.

Teknik bilgi ve uzmanlıktan faydalanma II. önemde gösterilmektedir. Birleşme öncesi B Şirketi teknik bilgiyi dışarıdan, en büyük ortağı olan bir şirketten almaktaydı. Bu şirketin daha kârlı bir alanda yoğunlaşmak istemesi, şirkete yaptığı teknik ve mali desteği azaltması, B Şirketini güçlüğe düşürmüştür.

III. önemde gösterilen neden, Şirketin son iki yılda kaybettiği prestiji tekrar kazanmak yanında, A Şirketinin prestijinden de faydalanmak amacına yöneliktir.

Şirketler tarafından IV. ve V. önemde gösterilen nedenin gerçekte daha ön sıralarda olduğu düşünülmektedir.

(4) Bayram BAŞARAN, Borsadaki Şirketler Yıllığı 1987, Dünya Gazetesi İlavesi, s.20.

Diğer bazı ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de zararda olan bir şirketin tekrar ekonomiye kazandırılması amacıyla birleşmeler teşvik edilmektedir. Zararda olan bir şirketle birleşme durumunda devralınan zarar, devralan tarafından 5 yıl içerisinde, gelir uygun olduğu takdirde, daha kısa sürede kârdan indirilebilecektir.

Böyle bir teşvik sayesinde satın alıcı işletme hem vergisiz birleşme yapıp, hem de birleşen şirketin zararları dolayısıyla vergi tasarrufu sağlarken, diğer işletme de varlığını devam ettirebilmiştir.

B Şirketinin, IV. önemde gösterdiği talep daralmasının nedeni, sahip olduğu kaynaklar ve teknoloji ile ürettiği mamuller için talepte yetersizlik bulunmasıdır. Diğer taraftan, bu sektörde faaliyette bulunmak üzere yeni bir şirketin piyasaya girmesi, B Şirketini birleşmeye teşvik etmiştir.

2) Arzu edilen amaç ne ölçüde gerçekleştirilebilmiştir?

Her iki şirkette de arzu edilen amacın büyük ölçüde gerçekleştirilmiş olduğu belirtilmiştir.

Gerçekten de A Şirketi çok kısa bir dönem içerisinde üretim gücünü % 100 arttırmış, B Şirketi ise, mevcut varlıklarının daha etkin kullanıldığı bir şirketle birleşerek kârlı bir şirket haline dönüşmüştür.

3) Birleşilecek şirketle ilgili olarak ele aldığınız kriterler nelerdir?

- Belirli bir büyüklükte olup olmaması,
- Minimum kârlılık oranı,
- Güçlü ve zayıf yönlerinin araştırılması,
- İnsan kaynağında, fiziksel kaynaklarda, teknoloji ve çevresel kaynaklarda uygunluk gibi.

Bu soruyla ilgili olarak hem A Şirketi hem de B Şirketi özel bir çalışma yapıp, kriterler geliştirmediklerini belirtmişlerdir.

Araştırma yapmamalarının nedeni, her iki şirketin de birbirlerini yakından tanıyor olmalarıdır. Lastik sektöründe az sayıda şirketin yer alması ve aşırı rekabetin olması nedeniyle gerek kârlılıkları, gerek teknolojileri konusunda, şirketlerin, bilgi sahibi oldukları belirtilmiştir.

Şirketler aynı faaliyet kolunda çalışıyor olmaları nedeniyle uygulanan teknolojileri, kârlılıkları, güçlü ve zayıf yönleri konusunda birbirlerini yakından tanımaktadırlar. Ayrıca, aynı faaliyet kolunda çalışıyor olmalarından dolayı fiziksel kaynaklar da çevresel faktörlerde de uygunluk bulunmaktadır.

Dolayısıyla, aynı faaliyet kolunda çalışan işletmelerin birleşmeleri, farklı dallarda ya da aynı ürünün farklı aşamalarında faaliyet gösteren işletmelerin birleşmelerinden daha kolay olabilmektedir. Birleşme öncesi yapılması gereken analiz çalışmaları daha basit ve kısa zamanda tamamlanabilecek; birleşilecek işletmenin seçiminde, işletmeyi tanımak, uygunluğunu araştırmak konusunda daha az çaba harcanabilecektir.

IV. BİRLEŞİLECEK ŞİRKETİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ

Birleşmek için çok adayın olduğu ortamlarda planlama aşamasında geliştirilen ölçütler ışığında çeşitli yayın organlarından, finansal kurumlardan, bankalardan ve benzer kaynaklardan faydalanılarak uygun adayın belirlenmesine çalışılmaktadır.

Uygulama yapılan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörde az sayıda şirketin olması nedeniyle birleşmek için aday şirketlerin araştırılması gibi bir çabaya gerek görülmemiştir.

V. FİNANSAL DEĞERLEME

II. Bölümde ayrıntılı olarak üzerinde durulduğu gibi, teoride işletmenin değerini belirlemede çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bu kısımda uygulamaya konu olan şirketlerin birleşmelerinde uyguladıkları yöntemin ve diğer değerleme yöntemlerinin uygulanması durumunda ortaya ne gibi sonuçların çıkacağı analiz edilmeye çalışılmıştır.

A. Defter Değerine Göre Şirketlerin Değerleri

K.V.K.'nun devir olarak nitelendirdiği ve bazı şekil şartlarına uyulduğu hallerde, birleşmeden doğan kârlar hesaplanmamakta ve vergilendirilmemektedir (K.V.K., m.38).

Ayrıca, zararda olan işletmelerle birleşmeleri teşvik etmek için V.U.K. ile getirilen yeni bir uygulamaya göre zarar, şirket kârından düşülebilmektedir (bkz.: I.B. s.64-67).

Uygulamaya konu olan şirketler de K.V.K. 38.38.39. maddelerine ve T.T.K.'nun 451. maddesine uygun olarak birleşmişlerdir.

Birleşme her iki şirketin defter değerleri ele alınarak gerçekleştirilmiştir. Diğer bir deyişle, her iki şirketin öz varlıkları ve iki öz varlık arasındaki nispi ilişki esas alınmıştır*.

A Şirketinin 31 Aralık 1985 tarihi itibarıyla kayıtlı sermayesi 486.000.000 ₺. olup, tamamı ödenmiştir. Bu

* Şirketler Mart 1986 tarihinde birleşmişlerdir. Birleşmede değişim oranı, şirketlerin 31 Aralık 1985 tarihi itibarıyla hazırlanan finansal raporlarından faydalanılmıştır. Her iki şirketin amortisman yöntemleri ve stokları değerlendirme yöntemleri aynı olup, son 3 yıl içerisinde yöntemlerinde bir değişiklik olmadığı belirtilmiştir.

duruma göre 500 ₺. nominal değerinde 972.000 (486.000.000/500) adet hisse senedi bulunmaktadır.

Birleşme öncesi A Şirketinin defter değeri:

$$\begin{aligned} \text{Öz Sermaye} &= \text{Aktifler} - \text{Borçlar} \\ &= 15.639.976.000 - 1.355.648.000 \\ &= 14.284.328.000 \text{ ₺. dir.} \end{aligned}$$

B Şirketinin 31 Aralık 1985 tarihi itibarıyla kayıtlı ve ödenmiş sermayesi 3.600.000.000 ₺. olup 500 ₺. nominal değerinde 7.200.000 (3.600.000.000/500) adet hisse senedi bulunmaktadır.

B Şirketinin defter değeri:

$$\begin{aligned} \text{Öz Sermaye} &= \text{Aktifler} - \text{Borçlar} \\ &= 17.357.776.000 - 12.726.244.000 \\ &= 4.631.532.000 \text{ ₺. dir.} \end{aligned}$$

Şirketlerin toplam öz sermaye değerleri (4.631.532 + 14.284.328) 18.915.860 bin ₺. olup, % 24'ü B Şirketine, % 76'sı A Şirketine ait olmaktadır. Bununla birlikte, birleşmeden sağlanacak yaklaşık 2 milyar ₺. lik vergi tasarrufu -B Şirketinin 1984 ve 1985 yılı zararları toplamı- nedeniyle B Şirketinin payı 2 milyar ₺. arttırılarak öz sermayedeki payı % 33,5'a yükseltilmiştir. Bunu ayarlayabilmek için A Şirketi dağıtılmamış kârlardan sermaye arttırımına giderek sermayesini 976.909.000 ₺. ve hisse sayısını 1.953.818'e çıkartmıştır. Bu durumda A Şirketinin hisse senetlerinin defter değeri aşağıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanabilir.

$$\text{Hisse Senetlerinin Defter Değeri} = \frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Hisse Senetleri Sayısı}}$$

$$= \frac{14.284.328.000}{1.953.818}$$

$$= 7311 \text{ ₺. dir.}$$

B Şirketinin hisse senetlerinin defter değeri ise:

$$= \frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Hisse Senetleri Sayısı}}$$

$$= \frac{4.631.532.000}{7.200.000}$$

$$= 643 \text{ \text{.}} \text{.}$$

Şirketlerin defter değerlerinin, diğer bir deyişle, öz sermayelerinin dikkate alındığı birleşmelerde değişim oranı,

$$\frac{\text{Birleşilen Şirketin Hisse Senetlerinin Defter Değeri (A)}}{\text{Birleşen Şirketin Hisse Senetlerinin Defter Değeri (B)}} = \frac{7311}{643}$$

$$= 11,37$$

olup, 11 olarak kabul edilmiştir.

A Şirketinin 500 ₺. nominal değerinde 1 adet hisse senedi karşılığında, B Şirketinin 11 adet hisse senedinin alınmasına örneğin 1.953.818 adet hisse senedinin 654.545'i (7.200.000/11) B Şirketine ait olmuştur. Diğer 1.299.273 (1.953.818 - 654.545) adet A Şirketinde olup, birleşme sonrası kayıtlı ve tamamı ödenmiş 976.909.000 ₺. lık sermayenin % 33.5'u B Şirketine, % 66.5'u A Şirketine ait olmuştur.

B: Piyasa Değerine Göre İşletmelerin Değeri

A Şirketinin hisse senetlerinin Ocak 1986 tarihi itibarıyla fiyatları 5000 - 6000 ₺. arasında olmuştur (5). Hisse senetlerinin borsada oluşan maksimum değeri ele alındığında:

(5) "Hisse Senetlerinde Son Piyasa" Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl 8, S.83 (Ocak 1986), s.54.

İşletme Değeri=Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi
Fiyatı

$$=972.000 \times 6.000$$

İşletme Değeri=5.832.000.000 ₺.

olacaktır.

A Şirketinin hisse senetlerinin 1985 - 1986 döneminde en düşük fiyatı 5.000 ₺., en yüksek fiyatı ise 6.000 ₺ olmuştur. Hisse senetlerinin ortalama fiyatı ele alındığında A Şirketinin değeri:

$$5.500 \times 972.000 = 5.346.000.000 ₺.$$

olacaktır.

B Şirketinin hisse senetlerinin Ocak 1986 tarihi itibarıyla borsa fiyatı 500 ₺. olmuştur. Buna göre Şirketin değeri:

$$500 \times 4.500.000 = 2.250.000.000 ₺.$$

olmaktadır.

A Şirketinin Ocak 1986 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 486.000.000 ₺., B Şirketinin 2.250.000.000 ₺. idi.

Yukarıdaki hesaplamalardan da açıkça görüldüğü gibi, Türkiye'de borsada oluşan hisse senetleri fiyatları, işletmelerin gerçek değerlerini göstermekten çok uzaktır. Gerek sermaye piyasasının gelişmekte olması ve gerekse şirketlerin hisse senetlerinin çok az kısmının borsada işlem görmesi nedeniyle borsada oluşan fiyat gerçek değeri göstermekten uzaktır.

Dolayısıyla, hem A Şirketinin hem de B Şirketinin hisse senetlerinin borsa değerleri, defter değerlerinden daha küçük çıkmıştır.

Buradan, Türkiye koşullarında işletme birleşmelerinde işletme değerinin belirlenmesi çalışmalarında işletmelerin hisse senetlerinin borsa değerlerinden faydalanılma imkanı olmadığı söylenebilir.

C. Tasfiye Değeri

A Őirketi tarafından, birleŐme koŐullarının belirlenmesinde B Őirketinin tasfiye değerinden az da olsa faydalanıldığı belirtilmiŐ, B Őirketinin tasfiye değeri konusunda herhangi bir rakam vermekten kaçınlmıŐtır. Bununla birlikte, tasfiye değerinin B Őirketinin defter değerinden daha dūŐuk olduğu sōylenmiŐtir.

A Őirketi, B Őirketini faaliyetlerine devam eden bir Őirket olarak sūrdürmek istedięinden, tasfiye deęerinin fazla önemli olmadığını belirtmiŐtir.

D. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemine Göre Şirketlerin Değerleri

İŞletmelerin gerçek değerlerinin belirlenmesinde günümüzde en çok faydalanılmakta olan iskonto edilmiş nakit akışları yöntemine göre A Şirketinin değeri aşağıda hesaplanmıŐtır.

a) Nakit Akışları (A Şirketi)

Nakit Akışları = Vergi Sonrası Net Kâr + Faizler + Amortisman ve Benzeri Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler - İlave Yatırım Harcamaları

A Şirketinin nakit akışlarının belirlenmesinde cari yıl faaliyet raporları yanında en az üç yıllık faaliyet raporlarının da analiz edilmesi gerekmektedir.

TABLO III-1

A Şirketinin 1983-1986 Dönemi Gelir Tablosu

(Milyon ₺.)	1983	1984	1985	1986
Net Satış Hasılatı	13.439	22.020	29.968	73.736
(-)Satılan Malın Maliyeti				
(-)Satış Giderleri				
Brüt Satış Kârı	2.693	4.683	6.685	8.307
(-)Genel Yönetim Giderleri				
İşletme Kârı	2.398	4.229	6.274	7.322
(-)İşletme Dışı Zararlar	0	0	0	0
(+)İşletme Dışı Kârlar	48	27	737	676
(-)Finansman Giderleri	1	163	1	2.535
Vergi Öncesi Kâr	2.446	4.092	7.011	5.464
(-)Ödenecek Vergiler ve Diğer Yükümlülükler	2.069	1.671	3.392	2.356
Dönem Kârı	1.458	2.421	3.619	3.108

TABLO III-2

A Şirketinin Bazı Bilanço Kalemlerinin Analizi

(Milyon ₺.)	1983	1984	1985
Döner Varlıklar	5.044	7.771	13.409
Sabit Varlıklar (Net)	1.597	2.379	3.618
Amortismanlar	709	1.252	2.102
Karşılıklar*	2.179	3.106	5.679

aa. Cari Yıl Nakit Akışları

A Şirketinin 1985 yılı nakit akışları = 1985 yılı vergi sonrası kârı + ödenen faizler + amortisman ve benzeri nakit çıkışı gerektirmeyen giderler - mevcut nakit akışını sağlamak için yapılmış ek sabit ve döner sermaye harcamaları olacaktır.

Nakit akışlarının gerçekçi bir biçimde belirlenmesinde enflasyonun nakit akışları üzerindeki etkilerinin göz önünde bulundurulması gereklidir.

Enflasyon oranının düşük olduğu ülkelerde, nakit giriş ve çıkışlarında nominal değerlerle reel değerler arasında önemli bir farklılık olmayacağı için, enflasyonun etkisi ihmal edilebilmektedir. Ülkemizdeki gibi, enflasyonun büyük boyutlarda olduğu ülkelerde nakit giriş ve çıkışlarında enflasyonun göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

* Yedek niteliğinde olmayan karşılık kalemleri bu sınıfa dahil edilmiştir. Bu tür karşılıklar, şirketin hayatiyetini koruması, teknolojik değişimleri gerçekleştirebilmesi ve bunun gibi çeşitli amaçlarla ayrılan amortismanlar gibi nakit çıkışı gerektirmeyen gider kalemleridir.

Bu nedenle hesaplamalarda çeşitli yılların nominal değerleri, 1985 yılı baz alınarak, 1985 yılı parasının satın alma gücüne göre-birleşme 10 Mart 1986'da yapılmış nedeniyle- ayarlanmıştır (6).

TABLO III-3

Toptan Eşya Fiyatları İndeksi (1981-100)

Yıllar	Genel İndeks	% Büyüme Oranı
1982	127,0	27,0
1983	165,7	30,5
1984	249,1	50,3
1985	356,3	43,2
1986	462,3	29,6

(6) Nominal değerlerinin 1985 yılı fiyatlarıyla ifade edilmesinde 1981 yılının baz olarak alındığı ve Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından hazırlanan Toptan Eşya Fiyat İndeksinden faydalanılmıştır. İSO Araştırma Dairesi Dergisi (Ağustos 1987), s.25.

TABLO III-4

A Şirketinin Çeşitli Bilanço ve Gelir Tablosu Kalemlerinin
1985 Fiyatlarıyla Değerleri

(Milyon Lira)	Nominal Değeri	(Genel İndeks)	İndeks,*	1985 Fiyatlarıyla Fark	
Net Kârlar					
1983	1.458	(165,7)	100	$(1.458 \frac{215,3}{100})$	3.135
					327
1984	2.421	(249,1)	150,3	$(2.421 \frac{215,3}{150,3})$	3.462
					157
1985	3.619	(356,8)	215,3	$(3.619 \frac{215,3}{150,3})$	3.619
Amortismanlar					
1983	709		100	1.524	266
1984	1.252		150,3	1.790	312
1985	2.102		215,3	2.102	
Karşılıklar					
1983	2.179		100	4.685	-243
1984	3.106		150,3	4.442	1237
1985	5.679		215,3	5.679	
Faizler					
1983	1		100	2	
1984	163		150,3	233	
1985	1		215,3	1	

(*) A Şirketinin nakit akışlarının hesaplanmasında üç yıllık faaliyet sonuçlarından faydalanılması nedeniyle, 1981 tarihinin baz olarak alındığı Toptan Eşya Fiyatları İndeksi, 1983 yılı baz alınarak ayarlanmıştır. Birleşme, 1986 yılı başında gerçekleştirildiği için de, nakit akışları, 1985 yılı sonundaki paranın satın alma gücü esas alınarak yeniden düzenlenmiştir.

TABLO III-4 (Devam)

(Milyon ₺.)	Nominal Değerleri	İndeks	1985 Fiyatlarıyla	Fark
Döner Değerler				
1983	5.481	100	11.784	
1984	8.357	150,3	11.951	167
1985	9.509	215,3	9.509	-2.442
Sabit Değerler				
1983	1.597	100	3.434	
1984	2.379	150,3	3.402	-32
1985	3.618	215,3	3.618	216

Bu veriler ışığında A Şirketinin cari yıl nakit akışları:

$$\begin{aligned}
&= \text{Vergi Sonrası Kâr} + \text{Amortismanlar} + \text{Karşılıklar} \\
&\quad + \text{Faizler} - (\text{İlave Döner Sermaye ve Sabit Sermaye}) \\
&= 3.619 + 312 + 1.237 + 1 - (-2.442 + 216)
\end{aligned}$$

olacaktır.

İlave yatırımların negatif olması nedeniyle, A Şirketinin cari yıl nakit akışlarının hesaplanmasında ilave yatırımlar dikkate alınmayabilir. Bu durumda nakit akışları:

$$\begin{aligned}
&= 3.619 + 312 + 1.237 + 1 \\
&= 5.169 \text{ Milyon ₺. olarak ele alınabilir.}
\end{aligned}$$

İlave yatırımların negatif olması, o yıl döner ve sabit değerlere yeni ilavelerin yapılmamış olduğunu, hatta mevcut değerlerinde azaltmaya bile gidildiğini göstermektedir. Aşağıda da gösterileceği üzere, A Şirketinin

satış hasılatında bir sene önceye göre, nominal olarak artış görülmesine rağmen, reel olarak, bir azalış söz konusudur. Bu durumda, şirket yukarıda hesaplanan nakit akışını sağlamada etkinliği arttırıcı önlemlere başvurarak, döner ve sabit kıymetlerde azalışlar yapmıştır.

ab. Geçmişteki Nakit Akışları

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde gelecek yıllardaki nakit akışlarının tahmininde, şirketlerin cari yıl nakit akışları yanında, 3-5 yıllık dönemlerdeki nakit akışlarının ele alınması daha sağlıklı tahminlerde bulunmayı sağlayacaktır.

A Şirketi için nakit akışlarının tahmininde 3 yıllık faaliyet sonuçları ele alınarak gerekli ayarlamalar yapılmıştır. A Şirketinde son 3 yıldaki satış hasılatı rakamları, nominal olarak büyüme göstermesine rağmen, reel olarak, 1984-1985 döneminde gerilemiştir.*.

Satış Hasılatı	Nominal Değerler (Milyon ₺.)	İndeks	1985 Fiyatlarıyla (Milyon ₺.)
1983	13.439	100	28.894
1984	22.020	150.3	31.489
1985	29.968	215.3	29.968

Dolayısıyla, sabit ve döner değerlere 1983-1985 döneminde ilave yatırımlar yapılmamıştır. Bunun yanında, cari veya döner değerlerde, yukarıda Tablo III-4'de de görüleceği üzere, bir azalma söz konusudur. Gerçekte 1 ₺. lık nakit akışı sağlamak için ne kadarlık döner sermaye ve ne kadarlık sabit sermaye yatırımına ihtiyaç ol-

(*) A Şirketinin satış hasılatında, reel olarak, bir düşme görülmesine rağmen, gerek faaliyet kârlarında ve gerekse net kârlarında artışların olması, işletmenin düşük maliyetlerle çalışıyor olması ve faiz yükünün olmamasından kaynaklanmaktadır.

duğunu hesaplamak için, işletmenin 10 yıl gibi, oldukça uzun bir dönemdeki satış değişikliklerinin, sabit ve döner sermayelerindeki değişikliklerinin bilinmesi gerekmektedir (7). Kısa dönemdeki sabit ve döner değerlerdeki değişmelerin ele alınmasında hatalı değerlemeler yapılabilecektir*.

Dolayısıyla, A Şirketinin gelecekteki net nakit akışlarını tahmin ederken, kısa dönemdeki döner ve sabit sermayedeki artış ya da azalışları dikkate almak hatalı olabilecektir. Bu durumda, daha gerçekçi yaklaşım, nakit girişlerinin, vergi sonrası net kâr, amortisman ve benzeri nakit çıkışı gerektirmeyen giderler ve faizin toplamından oluştuğunu varsaymak olacaktır.

Ayrıca, nakit girişlerinin belirlenmesinde, son yılın rakamlarından daha çok, birkaç yılın rakamlarının ele alınması daha doğru sonuçlara götürebilecektir. Fakat, istikrarlı ekonomilerde, ele alınan dönem ne kadar uzun olursa, hata ihtimali de o kadar azalacak olmasına rağmen, fazla istikrarlı olmayan ekonomilerde dönemin uzun olması hata ihtimalini arttıracaktır. Bu nedenle A Şirketinin nakit akışlarını belirlemede, 1983-1985 dönemi gibi, 3 yıllık bir dönem uygun görülmüştür. 1983-1985 dönemine ait nakit akışlarında artış ya da azalışlar aynı doğrultuda ise tartılı ortalama ile, değil ise, basit ortalama ile hesap edilmiştir**.

(7) RAPPAPORT, s. 352-353.

(*) Türkiye gibi istikrarlı bir ortamın olmadığı, belirsizliğin ve enflasyonun büyük boyutlarda olduğu koşullarda Şirketlere ait 10 yıllık faaliyet sonuçları da fazla anlamlı olamayacaktır.

(**) Hesaplamalarda virgülden sonrası rakam 5'den küçük ise ihmal edilmiş, 5'den büyük ise 1'e tamamlanmıştır.

Net Kârlar	1985 Fiyatlarıyla (Milyon)	Tartılı veya Basit Ortalama (Milyon)
1983	3.135	
1984	3.462	3.486
1985	3.619	
Amortismanlar		
1983	1.524	
1984	1.790	297
1985	2.102	
Karşılıklar		
1983	4.685	
1984	4.442	906
1985	5.679	
Faizler		
1983	2	
1984	233	79
1985	1	

Ortalama Nakit Akışları=3.486+296+906+79

Ortalama Nakit Akışları=4.767 Milyon İ. olmaktadır.

b. İskonto Oranının Belirlenmesi

Ortalama nakit akışları belirlendikten sonra, sıra iskonto oranının belirlenmesine gelmektedir. Nakit akışlarında reel rakamlar ele alındığından, iskonto oranının belirlenmesinde de reel değerlerin ele alınması gerekmektedir.

Nominal ve reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi kuran formül (Fisher formülü) şöyledir (8):

$$(1 + k) = (1 + i) \cdot (1 + n)$$

k = Nominal Faiz Oranı

i = Reel Faiz Oranı

n = Enflasyon Oranı

İskonto oranı olarak, II. Bölümde de belirtildiği üzere çeşitli oranlar ele alınabilir: Devlet tahvilleri için uygulanmakta olan faiz oranı, kredi faiz oranları, işletmenin kabul edebileceği minimum kârlılık oranları gibi (bkz.: II. Bölüm F.)

Bankalardan edinilen bilgiye göre, birleşme itibarıyla, uzun vadeli kredi faiz oranı % 61, Devlet Tahvilleri için uygulanan faiz oranı % 50 dir. Objektif olması açısından uzun vadeli kredi faiz oranı ele alınmıştır.

A Şirketini değerlemede uzun vadeli yatırım kredileri için uygulanmakta olan faiz oranı kullanıldığında reel iskonto oranı:

$$(1 + 0,61) = (1 + i) \cdot (1 + 0,43) \text{ den}$$

$$i = 0,13$$

bulunur.

Şirketleri değerlendirmede nakit akışları genellikle sermaye maliyetiyle indirgenmektedir. A Şirketinin sermaye maliyetini hesaplamanın güç olması nedeniyle, uzun vadeli krediler için uygulanmakta olan faiz haddinin kullanılması uygun bulunmuştur.

(8) Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi (Ankara: Devlet Yatırım Bankası Araştırma ve Dış İlişkiler Daire Başkanlığı, 1985), s.325.

1. Nakit Akışlarının Değişmeyeceği Varsayımına Göre
A Şirketinin Değeri

A Şirketinin 4.767 milyon olarak hesaplanan ortalama nakit akışlarının, sürekli olarak elde edilebileceği varsayımı altında:

$$\begin{aligned} \text{İşletme Değeri} &= \frac{\text{Her Yıl Elde Edilecek Nakit Akışları}}{\text{İskonto Oranı}} \\ &= \frac{4.767}{0,13} \\ &= 36.669 \text{ milyon } \text{₺}. \end{aligned}$$

olacaktır.

İşletmelerin nakit akışlarının sürekli aynı düzeyde olması, fazla basitleştirilmiş bir varsayımdır. Hiçbir işletme sürekli olarak aynı nakit girişlerini sağlayamaz. Dolayısıyla, daha gerçekçi varsayımların yapılması gerekir.

2. Nakit Akışlarının Değişeceği Varsayımına Göre
A Şirketinin Değeri

İşletmelerin nakit akışları gerek iç faktörler gerekse dış faktörler nedeniyle değişebilecektir. Başarılı işletmelerde nakit girişlerinin artacağı beklenir. A Şirketinin de başarılı bir işletme olması nedeniyle nakit akışlarında artmalar beklenmektedir. Nakit akışlarında nasıl bir büyüme beklenebileceği konusunda, şirketin geçmiş büyüme oranları yanında aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin de büyüme oranlarından faydalanılabilir.

A Şirketinin faaliyet kârlarında ortalama % 8 (tartılı ortalama), net kârlarında ortalama % 7 (tartılı ortalama) büyüme görülmektedir.

(Milyon ₺.)	Nominal Değer	İndeks	1985 Fiyat- larına Göre,	Büyüme Oranı %
Faaliyet Kârları				
1983	2.398	100	5.156	> 17
1984	4.229	150.3	6.047	> 4
1985	6.274	215.3	6.274	
Net Kârları				
1983	1.458	100	3.135	> 10
1984	2.421	150.3	3.462	> 4
1985	3.619	215.3	3.619	

Dolayısıyla, A Şirketinin gelecekteki nakit girişlerinin ortalama % 7 (tartılı ortalama) büyüyeceği söylenebilir.

Lastik sektörünün gelişen bir özellik göstermesi ve sektörde yer alan diğer iki büyük şirketin net kârlarının ortalama % 4 ve % 13 büyümesi de bu tahmini destekler niteliktedir.

Bununla birlikte, bir şirketin sürekli olarak aynı hızda büyüemeyeceği de bir gerçektir.

A Şirketinin nakit akışlarının ortalama % 7 oranın sürekli olarak büyüyeceği varsayımı altında işletme değeri:

$$\begin{aligned} \text{İşletme Değeri} &= \frac{\text{Nakit Girişleri}}{\text{İskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı}} \\ &= \frac{4,767}{0,13 - 0,07} \end{aligned}$$

$$\text{İşletme Değeri} = 79.450 \text{ Milyon ₺.}$$

olacaktır.

İşletmelerin sabit bir oranda sürekli büyüyeceği varsayımı gerçekçi bir varsayım değildir. Genelde işletmelerden, ürettikleri ürünlerin hayat seyrine bağlı olarak, ilk dönemlerde daha büyük, olgunluk dönemlerinde daha istikrarlı, fakat daha az, daha sonraki dönemlerde ise, milli ekonominin büyüme hızına ya da sektörün uzun dönemdeki büyüme oranına eşit nakit akışları belirlenir.

A Şirketinin faaliyette bulunduğu lastik sektörünün de gelişen bir sektör olması nedeniyle A'nın nakit akışlarında ilk 5 ya da 10 sene içinde ortalama % 8, sonraki yıllarda ise % 4 gibi bir büyümenin olabileceği tahmini daha gerçekçi olabilecektir.*.

Bu durumda A Şirketinin değeri:

$$\text{İşletme Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{F_{n+1}}{(k-g)}}{(1+k)^n}$$

formülünden faydalanarak bulunabilir.

İşletmenin ilk dönemdeki büyüme oranı g_1 , sonraki dönemdeki büyüme oranı g_2 , ilk dönemin uzunluğu $t=5$ ya da 10 yıl, iskonto oranı k ile ifade edildiğinde, g_1 , g_2 , t , k nin değişik değerleri için, çeşitli işletme değerleri hesaplanabilir. Değişkenlerin alacakları çeşitli değerlere göre işletme değerinin hesaplanmasında, çok sayıda olasılığı kısa sürede değerlendirebilmek için bilgisayarla hazırlanmış tablolardan yararlanılabilir. Bu amaçla düzenlenen tablolar Ek 1 ve 2'de sunulmaktadır.

A Şirketinin değerlendirilmesinde k, t, g_1, g_2 değişkenleri için en muhtemel, iyimser ve kötümser bekleyişler altında Ek 1 ve 2'de verilen tablolar kullanılmıştır.

(*) Lastik sektöründe uzun dönemde ortalama büyüme oranı yaklaşık % 4 olduğu öğrenilmiştir.

A Şirketinin k, t, g_1, g_2 değişkenleri için en muhtemel, iyimser ve kötümser değerleri aşağıda gösterildiği gibi olsun.

TABLO III-5

A Şirketinin Çeşitli Büyüme ve Kârlılık Durumlarına Göre Beklentileri

	k	g_1	g_2	t
1) Kötümser	0,15	0,04	-0-	5-10
2) En Muhtemel	0,13	0,08	0,04	5-10
3) İyimser	0,11	0,09	0,05	5-10

A Şirketinin en gerçekçi değerini hesaplamada k, t, g_1, g_2 değişkenleri için verilen değerler, Şirketin son 3 yıllık faaliyet raporlarından ve sektörün ortalama değerlerinden faydalanılarak, saptanan değerlerdir. Şirketin en muhtemel değerini verebilecek k, t, g_1, g_2 değişkenlerinin değerleri ele alındığında, A Şirketinin değeri Ek 1 ve Ek 2'den kolaylıkla hesaplanır*.

A Şirketinin en muhtemel değeri ($k=0,13, g_1=0,08, g_2=0,04, t=5$ için):

Hızlı büyüme dönemindeki işletme edğeri (D_1) ile gösterilirse,

$$D_1 = 3,99 \times \text{Nakit Akışları} = 3,99 \times 4,767$$

$$D_1 = 19.020 \text{ milyon } \text{İ}$$

(*) Ek 1'de $t=5$ yıl için çeşitli g_1, g_2 ve k değerlerine göre işletme değerlerini, Ek 2'de ise $t=10$ yıl için çeşitli g_1, g_2 ve k değerlerine göre işletme değerlerini hesaplamada kullanılacak katsayılar bulunmaktadır. Ek 1-2'de çeşitli k değerleri için ilk dikey sütunda g_1 değerleri, ilk yatay sütunda da g_2 değerleri yer almaktadır. İşletmelerin beklenen nakit akışları çeşitli g_1, g_2, k ve t değerlerine göre ilk sütundaki katsayıyla (g_1 sütunundan sonra) çarpıldığında, hızlı büyüme dönemi $t=5$ veya 10 yıl olan işletmenin bugünkü değerini

$$\begin{aligned}
\text{İşletmenin Tüm Değeri} &= 13,20 \times \text{Nakit Akışları} \\
&= 13,20 \times 4.767 \\
&= 62.924 \text{ milyon } \text{₺}. \text{ olacaktır.}
\end{aligned}$$

A Şirketinin kötümser tahminlere göre değeri ($k=0,15$, $g_1=0,04$, $g_2=0$, $t=5$ olmak üzere)

$$D_1 = 3,02 \times 4.767 = 14.396 \text{ milyon } \text{₺}.$$

$$\text{Tüm değeri} = 7,06 \times 4.767 = 33.655 \text{ milyon } \text{₺}.$$

A Şirketinin iyimser tahminlere göre değeri ($k=0,11$, $g_1=0,09$, $g_2=0,05$, $t=5$ olmak üzere)

$$D_1 = 4,57 \times 4.767 = 21.785 \text{ milyon } \text{₺}.$$

$$\text{Tüm Değeri} = 20,54 \times 4.767 = 97.914 \text{ milyon } \text{₺}.$$

Aynı hesaplamalar hızlı büyüme sürecinin 10 yıl olması durumuna göre yapıldığında:

$$\begin{aligned}
\text{İyimser bekleyişe göre A'nın değeri} &= 8,34 \times 4.767 \\
&= 39.757 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{A'nın tüm değeri} &= 22,93 \times 4.767 \\
&= 109.307 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{Eğilimsel } D_1 \text{ değeri} &= 6,36 \times 4.767 \\
&= 30.318 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{Tüm değeri} &= 13,71 \times 4.767 \\
&= 65.356 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{Kötümser bekleyişe göre } D_1 \text{ değeri} &= 3,66 \times 4.767 \\
&= 17.477 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{Tüm değeri} &= 6,10 \times 4.767 \\
&= 29.079 \text{ milyon } \text{₺}.
\end{aligned}$$

(D_1), nakit akışlar g_1 ve g_2 'nin kesim noktasındaki katsayı ile çarpıldığında işletmenin tüm değeri bulunabilecektir. Bulunacak değerden, işletmenin borçlarının düşülmesiyle net işletme değeri kolaylıkla hesaplanabilir.

Bulunan bu değerlerin toplu gösterimi aşağıda veril-
mektedir.

(Milyon ₺.)	t=5	t=10
Kötümser tahminlerle	33.655	29.079
En Muhtemel tahminlerle	62.924	65.355
İyimser tahminlerle	92.914	109.307

Yukarıda, nakit girişlerin hızlı büyümenin 5 yıl ve 10 yıl olması durumunda A Şirketinin çeşitli tahminler altındaki değerleri belirlenmiştir. A Şirketinin indirgenmiş nakit akışları yöntemine göre en uygun değerini tespit etmek için bu değerlerin ortalaması alınabilir. Buna göre A Şirketinin en gerçekçi değeri 65.206 milyon ₺. olabilecektir.

Benzer Şekilde, B Şirketinin iskonto edilmiş nakit akışları yöntemine göre değeri aşağıda hesaplanmaya çalışılmıştır.

c) Nakit Akışları (B Şirketi)

Nakit Akışları = Vergi Sonrası Net Kârlar+Faizler+
Amortisman ve Benzeri Nakit ıkıŐı Gerektirmeyen Giderler-
İlave Yatırım Harcamaları

B Şirketinin nakit akışlarının belirlenmesinde Őir-
ketin birleşme öncesi son iki yıllık faaliyet raporların-
dan ve görüşme sırasında alınan bilgilerden faydalanılmıŐ-
tır.

TABLO III-5

B Şirketinin 1984-1985 Dönemi Özet Gelir Tabloları

(Milyon ₺.)	1984	1985
Net Satış Hasılatı	24.714.754	32.058.256
Satılan Malın Maliyeti	22.525.207	26.225.365
Satış Giderleri		
Brüt Satış Kârı	1.773.928	5.477.138
Yönetim Giderleri	249.777	296.805
İşletme Kârı	1.524.151	5.180.333
İşletme Dışı Kâr ve Zararları	575.999	834.623
Finansman Giderleri	2.789.975	4.448.190
Vergi Öncesi Kâr ve Zarar	-1.841.823	-102.480
Dönem Kârı veya Zararı	-1.841.823	-102.480

TABLO III-6

B Şirketinin Bazı Bilanço Kalemleri

(Milyon ₺.)	1984	1985
Döner Varlıklar	9.953.570	13.234.858
Sabit Varlıklar (Net)	3.270.792	4.075.598
Amortismanlar	4.256.148	6.299.521
Karşılıklar (*)	-	-

(*) Yedek niteliğinde olmayan karşılıklar, B Şirketinde olmadığı için, bu kalem için rakam verilmemiştir.

ca. Cari Yıl Nakit Akışları

Gelecekteki nakit akışları tahmin edilirken, cari yıl nakit akışlarıyla birlikte geçmiş dönemlerdeki nakit akışlarının da analiz edilmesi gerekmektedir. İstikrarlı ekonomiler için, ele alınan dönem ne kadar uzun tutulursa o kadar doğru kararlar alınabilmektedir. Alınan dönemin uzunluğu yanında, şirket faaliyetlerinde normal bir dönemin olması da aynı derecede önemlidir. Ekonominin ya da şirket faaliyetlerinde istikrarın olmadığı durumlarda, uygun bir yılın faaliyet sonuçları ele alınabilir. B Şirketi için de benzer durumlar söz konusu olup, istikrarlı herhangi bir dönemine ait faaliyet sonuçları, şirket feshedildiği için, elde edilememiştir. Dolayısıyla, Şirketin cari yıl nakit akışları ele alınarak, ileriye dönük tahminler yapılmaya çalışılmıştır.

B Şirketinin cari nakit akışlarını hesaplamak için, gerekli kalemlerin enflasyona göre düzenlenmiş değerleri aşağıda verilmektedir.

(Milyon ₺.)	1984	1985 Fiyatlarıyla	1985
Net Kâr*	--	-	395
Amortismanlar	4.256	6.086	6.300
Faizler	2.790	3.990	4.448
Döner Varlıklar	9.954	14.234	13.235
Sabit Varlıklar	3.271	4.677	4.076

(*) Faaliyet raporlarına göre 1985 yılı zararlı kapanmıştır. İşletmenin esas faaliyetlerinden elde edilen sonuçlar şirketin değerlendirilmesinde önemli olması nedeniyle, faaliyet dışı kâr ve zararlar kaleminin etkisi yok edilmiştir. Dolayısıyla vergi öncesi B Şirketinin kârı 732.143 ₺. olup, vergi sonrası kârı $[732.143(1-\% 46)]=395.357$ olmaktadır.

$$\text{Nakit Akışları} = 395 + 213 + 4.448 - 0$$

$$(\text{İlave yatırımlar} = 0)$$

$$\text{Nakit Akışları} = 5.057 \text{ milyon } \text{₺}.$$

Yukarıdaki Tablo'da da görüleceği üzere B' Şirketinin de 1985 döneminde sabit ve döner sermaye yatırımlarına ilaveler yapılmamıştır. Bunun yanında, döner ve sabit değerlerde azalmalar söz konusudur. Mevcut nakit akışlarını sağlamada yapılması gereken ilave yatırım miktarını kısa dönemdeki artış ya da azalışların temsil edemeyeceği düşüncesiyle ilave yatırımlar ele alınmamıştır.

3. Nakit Akışlarının Değişmeyeceği Varsayımına Göre B Şirketinin Değeri:

$$\text{İşletme Değeri} = \frac{\text{Her Yıl Elde Edilecek Net Nakit Girişleri}}{\text{İskonto Oranı}}$$

$$= \frac{5.057}{0,13} = 38.900 \text{ milyon } \text{₺}.$$

B Şirketi için nakit akışlarının değişmeyeceği diğer bir deyişle, her yıl aynı nakit akışı sağlayacağı varsayımı zor bir ihtimaldir. 1980'de satış hasılatı açısından Türkiye'nin en büyük 500 firması arasında 35. 1981'de 46. 1983'de 48. olmasına rağmen 1984 ve 1985'te faaliyetleri zararlarla sonuçlanmıştır. 1985'te zararın azalması, satışlardaki artışlardan değil, işgücünde azaltmaya gidilmesi nedeniyleledir..

Zararların en önemli nedeni, şirketin aşırı borçlanması dolayısıyla ağır faiz yükleridir.

Bu durumda B Şirketinin cari yılda sağladığı nakit akışlarında -birleşme olmaksızın- bir büyümenin olacağı söylenemez. Buna karşın, nakit akışlarında küçülmenin olacağını düşünmek daha gerçekçi bir varsayımdır.

4. Nakit Akışlarının Değişeceği Varsayımına Göre B Şirketinin Değeri

(Milyon ₺.)	Satış Hasılatı	İndeks	1985 Fiyatlarıyla
1983	17.490	100	37.604
1984	24.715	150.3	35.342
1985	32.058	215.3	32.058

> -%6

> -%9

Satış hasılatının nominal olarak büyümesine rağmen, reel olarak, küçülüyor olması, 1985 ve 1984 yılının zarar- la sonuçlanması gibi göstergeler, B Şirketinin küçülen bir işletme özelliğini göstermekte olduğunun işaretidir.

Bu durumda, B Şirketinin nakit akışlarının ortalama % 8 (tartılı ortalama) küçüleceği varsayımına göre değeri:

$$\begin{aligned} \text{İşletme Değeri} &= \frac{\text{Nakit Akışları}}{\text{İskonto Oranı} - \text{Büyüme Oranı (Küçülme)}} \\ &= \frac{5.057}{0,13 - (-0,08)} = 24.081 \text{ Milyon ₺.} \end{aligned}$$

B Şirketinin iyimser beklentilere göre değeri 38.900 milyon ₺., kötümser beklentilere göre ise değeri 24.081 milyon olacağı görülmektedir. Daha doğru bir değeri, iyim- ser ve kötümser tahminlerin ortalaması alınarak tespit e- dilebilir.

$$\text{B Şirketinin Tüm Değeri} = \frac{24.081 + 38.900}{2}$$

$$= 31.491 \text{ milyon ₺. olacaktır.}$$

$$\text{B Şirketinin Değeri} = 31.491 - \text{Borçlar}$$

$$= 31.491 - 12.729$$

$$= 18.762 \text{ milyon ₺. dir.}$$

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemine göre A Şirketinin en doğru değeri 65.206 milyon ₺., B Şirketinin en doğru değeri 18.762 milyon ₺. olarak bulunmuştur. Bu durumda birleşme sonucunda Şirketlerin toplam değerleri (65.206 + 18.762) 83.968 milyon olup, bunun % 22 si B'ye, % 78'i A'ya ait olacaktı.

Öz sermayelerinin esas alındığı durumda ise Şirketlerin toplam öz sermaye içindeki payları A'nın % 76, B'nin % 24 idi. Fakat B'nin birleşmeden dolayı A Şirketine sağlayacağı 2 milyar liralık vergi tasarrufu nedeniyle bu oranlar A'nın % 66.5, B'nin % 33.5 olarak belirlenmiştir.

İşletmelerin aynı bazda, objektif olarak değerlendirilmelerini sağlarken, aynı zamanda, uzun dönemli analizlerini gerekli kılan ve paranın zaman değerini ele alarak diğer yöntemlere göre oldukça rasyonel bir yöntem olan iskonto edilmiş nakit akışları yöntemine göre B Şirketinin avantajlı çıktığı görülmektedir.

Bununla birlikte A Şirketi de B Şirketiyle birleşerek çok kısa zaman aralığında kapasitesini % 100 artırmı ve lastik sektörünün en büyük pazar payına sahip şirketi haline gelmiştir. B Şirketinin üretim kapasitesinin % 100 arttırılması çok önemli bir olaydır. Gelişen bir sektörde kapasitenin % 100 arttırılması, aynı zamanda bu artışın çok kısa bir dönemde gerçekleştirilmesi olaya bir kat daha çekicilik katmaktadır. Diğer taraftan rakip bir şirketle birleşerek te rekabet azaltılmıştır.

A Şirketi, B Şirketinin zayıf yönleriyle kendi güçlü yönlerini birleştirerek sinerji etkisinden de faydalanma imkanını arttırmıştır.

Şöyle ki: B Şirketinin başarısız olmasının en büyük nedeni, aşırı borçlanması nedeniyle, faiz yükleridir. B Şirketinin 1984 ve 1985'te Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar oranları % 86 ve % 73 gibi oldukça yüksek değerlere ulaşmıştır. Halbuki A Şirketinin mali yapısı son derecede

güçlü olup, ilgili oranlar 1984'te % 7 ve 1985'te % 13 gibi oldukça düşük değerlerdedir. Birleşmeyle B Şirketinin zayıf yönleri güçlendirilirken A Şirketinin de borçtan faydalanma imkanı doğmuştur.

Son yıllarda, yabancı ortağının teknoloji transferini durdurması nedeniyle teknolojide geri kalan B Şirketinin bu zayıf yönü de ileri teknolojiye sahip A Şirketi tarafından dengelenerek arzu edilen bir birleşme örneği ortaya çıkmıştır.

E. Hisse Senedi Başına Düşen Gelirlerin Analizi Yöntemi

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde işletme birleşmelerinde işletme değerinin belirlenmesinde en kolay yöntem olarak hisse başına düşen gelirler ve F/G oranından faydalanmak olmaktadır. Bu durumda işletmenin hisse başına düşen gelirleri bulunduktan sonra faaliyette bulunulan sektörün ortalama F/G oranı ele alınarak işletme değeri kolaylıkla hesaplanabilmektedir. Dolayısıyla farklı F/G oranlarının ve hisse senedi başına düşen gelirlerdeki farklı büyümelerin etkileri de kolaylıkla analiz edilebilmektedir.

Ülkemizde sermaye pazarlarının gelişmemiş olması nedeniyle hisse senetleri fiyatları gerçek değerleri göstermemekte olup, çeşitli sektörler için F/G oranları belirlenmemiştir.

Dolayısıyla ne A ve B Şirketlerinin hisse senetleri fiyatlarından faydalanılabilmekte ne de, sektör için oluşmuş F/G oranı olmaması nedeniyle, hisse başına düşen gelirler ve F/G oranlarının ele alındığı bu yöntemden faydalanılmaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmelerin ortak amacı, ekonomik büyümeyi gerçekleştirerek ülkelerinin refah düzeyini arttırırken, işletmelerin sürekliliğini sağlamak ve değerini maksimum yapmaktır. Büyüme, işletmelerin sürekliliğini korumada vazgeçilmez bir olgu ve ülke kaynaklarının etkin kullanılmasında üzerinde önemle durulması gereken bir faktördür. Konu, özellikle Türkiye gibi kaynakları kıt ve gelişmekte olan ülkeler açısından daha da önemlidir. Çünkü, bu tür ülkelerde genellikle işletmeler çok sayıda, dağınık, küçük ve istenen verimlilikten uzak birimler halindedir. Dolayısıyla, az gelişmişliğin kısır döngüsünden kurtulmanın bir yolu da, işletmelerin mevcut kaynaklarını daha etkin kullanabilmelerinden geçmektedir.

İşletmelerin birleşmeleri kaynakların kullanımında etkinliği arttırabilmesinin yanı sıra, rasyonelleşmeyi de arttırabilmekte, diğer taraftan, özellikle ülkemizde olduğu gibi, güçlük içindeki işletmelerin tekrar ekonomiye kazandırılabilmesinde de bir araç olarak kullanılabilir. Böyle bir araçtan en iyi şekilde faydalanmada iyi bir finansal analizin rolü tartışılmaz. Finansal analiz, hem birleşmek için uygun adayın seçiminde, hem uygun değerlerin saptanmasında, hem de birleşmeden dolayı beklenen faydaların taraflar arasında adil dağılımında yol gösterecektir.

Birleşmelerin başarısında finansal analizin, özellikle, işletmelerin değerinin belirlenmesi en önemli aşamayı oluşturur. Çünkü, hiçbir yatırım kararı bir işletmenin aktif ve pasifiyle alınması kadar kapsamlı değildir.

Çalışmada teoride ve çeşitli gelişmiş ülkelerde birleşmeler, esas olarak ta birleşmelerin finansal analizinin nasıl yapıldığının incelenmesi yer almıştır. Uygulama bölümünde ise, ülkemizde yapılan çeşitli birleşmelerle ilgili olarak işletmelerle temas kurulmuştur. Örnek olarak bir birleşme ele alınarak birleşen işletmelerin yaptıkları finansal analiz çalışmaları incelenmiş ve yapabilecekleri değerlendirme teknikleri araştırılmıştır.

Araştırma sonuçları ise şu şekilde özetlenebilir:

- Türkiye'de şirket birleşmelerinde birleşen işletme açısından esas amaç genellikle finansal güçlükten kurtulmaktır. Uygulama yapılan şirketlerden birleşen şirketin esas amacı da finansal güçlükten kurtulmak olmuştur.

- Aynı faaliyet kolunda çalışan işletmelerin birleşmelerinde, yani yatay birleşmelerde, birleşme öncesi yapılması gereken analiz çalışmaları, diğer birleşme türlerine göre, daha kolay olmaktadır. Uygulama yapılan şirketler de aynı faaliyet kolunda olmaları ve sektörün oligopol bir özellik göstermesi nedeniyle birleşme öncesi analiz çalışmalarına fazla ihtiyaç duyulmamıştır.

Özellikle farklı dallarda çalışan şirketlerin birleşmelerinde birleşme öncesi ön inceleme çalışmalarına daha fazla önem verilmesi gerekmektedir. Çünkü, bu çalışmalar sonucunda kendi şirketlerinin güçlü ve zayıf yönleriyle birleşilecek şirketin güçlü ve zayıf yönleri uyumlaştırılabilecek ve birleşmeden beklenen faydalar sağlanabilecektir.

* Türkiye'de hisse senedi karşılığı yapılan birleşmelerde işletme değerinin belirlenmesinde hisse senetlerinin defter değerleri baz olarak alınmaktadır.

Gelişmiş ve sermaye pazarlarının etkin olduğu ülkelerde işletme birleşmelerinde işletme değerinin belirlenmesinde defter değerinin ele alınması ilkel bir yöntem olarak nitelendirilmektedir. Günümüzde bu ülkelerde en gerçekçi ve en çok uygulanan yöntem olarak, hisse senetleri aktif olarak işlem gören işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değeri ve iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi kullanılmaktadır.

- Türkiye'de sermaye pazarlarının henüz gelişmemiş olması, hisse senetleri kote olmuş işletme sayısının azlığı, işletmelerin az sayıda hisse senetlerinin işlem görmesi gibi nedenlerle işletmelerin hisse senetleri işletmenin gerçek değerini göstermekten uzaktır. Bu nedenlerle uygulama yapılan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri defter değerlerinden bile küçük çıkmıştır. Dolayısıyla, Türkiye'de birleşmelerde hisse senetlerinin piyasa değerlerinden faydalanma olanağı bulunmamaktadır.

Genelde Türkiye'de şirketlerin birleşmeleri zor durumda olan şirketin kurtarılması amacıyla yapılmaktadır. Bu durumda şirketlerin sadece maddi değerlerinin yansıtılabileceği defter değeri ele alınmaktadır. Defter değeri, tarihi değerleri yansıtacağı, işletmenin cari değerini gösteremeyeceği düşüncesiyle eleştirilmektedir. Bununla birlikte, ülkemizde olduğu gibi, yeniden değerlendirme uygulamalarıyla, bir dereceye kadar bile olsa, işletmelerin defter değeri cari değerine yaklaştırılmaktadır. Dolayısıyla, başarısız işletmelerin değerlemesinde, peştemallik değeri düşük olacağından, sadece maddi varlıkları ele alınabilir. Hatta birçok durumlarda başarısız işletmelerin peştemallik değerinin negatif bir durum göstermesi nedeniyle, işletmeye tekrar prestij kazandırabilmek için yapılması gereken giderler düşünülerek, maddi değerinin altında bir değerle de değerlendirilebilir.

Başarılı işletmelerin birleşmeleri durumlarında, işletme değerinin belirlenmesinde defter değerinin ele alınması yanıltıcı olacaktır. İşletmenin maddi değeri yanında maddi olmayan değeri de vardır ki bu değerini ele alınmadığı işletme değeri gerçek değeri gösteremeyecektir. Uygulanmakta olan planlarıyla, mal veya hizmetlerinin sunulduğu müşterileriyle, üretim sırlarıyla, markalarıyla, tecrübeleriyle ve benzer özellikleriyle, işletmeler, maddi değerinin üzerinde bir değere sahiptirler. Peştemallık olarak ta isimlendirilen bu değer, işletmenin başarıyla doğru orantılı olarak artmaktadır. Bu durumda, işletmelerin gerçek değerinin en iyi şekilde belirlenmesinde gelirlerinden hareketle işletme değerinin saptandığı iskonto edilmiş nakit akışları yönteminden faydalanılmamalıdır.

- İskonto edilmiş nakit akışları yönteminde nakit akışlarının tahmininde işletmenin geçmiş gelirlerinin ele alınabileceği süre, gelişmiş ülkelerde, ne kadar uzun olursa (10 yıl gibi) o kadar isabetli kararlar alınabilmektedir. Bununla birlikte, ekonomik ve siyasal istikrarın dalgalanmalar gösterdiği ülkemizde bu dönemin o kadar uzun alınması uygun olmamaktadır; 3-5 yıllık dönemler yeterli olabilecektir.

Ekonomik istikrarın sık sık dalgalanmalar gösterdiği ülkemizde geçmiş dönemlerin fazla uzun alınmaması yanında, gelecekle ilgili nakit akışlarının tahmininde de güçlüklerle, belirsizliklerle karşılaşılmaktadır. Nakit akışlarının tahmin edileceği süre uzadıkça belirsizlik ve risk oranı artacağından, gelecekle ilgili 5 ya da en çok 10 yıllık bir dönemin ele alınması uygun olabilecektir. Diğer taraftan, bu 5 ya da 10 yıllık dönemde her bir yıl için nakit akışlarının tahmini yerine, geçmiş ortalama nakit girişlerinde olabilecek büyümeler ele alınarak dönem boyunca bu büyümenin sabit kalacağı varsayılması daha

doğru olacaktır. İlk 5 ya da 10 yıllık d6nem sonunda nakit akışlarında bir değişme olmayacağı ya da faaliyette bulunulan sekt6r6n uzun d6nemde ortalama b6y6me hızına eşit oranda b6y6yebileceği d6ř6n6lebilir.

- İskonto edilmiş nakit akışları y6nteminde, iskonto oranı olarak, genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini bulmak için o işletmenin vergi sonrası borç maliyetini ve 6z sermayenin maliyetini bulmak gerekmektedir. T6rkiye'de 6z sermayenin maliyetini bulmanın g6 ve s6bjektif 6zellik g6stereceği d6ř6n6ncesiyle, iskonto oranı olarak, orta ya da uzun d6nemli kredi faiz hadlerini almak daha objektif olacaktır.

- Ekonomik koşulların sık sık değişmesi yanında enflasyonun b6y6k boyutlarda olması nakit akışlarını tahmin etmede ortaya çıkan diğer bir 6nemli g6l6kt6r. Gelişmiş ve enflasyonun k66k boyutlarda olduğu Batı 6lkelerinde nakit akışlarının tahmininde enflasyon ihmal edilebilmektedir. Halbuki 6lkemizde enflasyon oranının b6y6k olması nedeniyle nakit akışlarının tahmininde enflasyondan arındırılmış reel değerlerin ele alınması gerekmektedir.

- İşletme birleşmelerinde birleşilecek işletmenin değerini saptanırken birleşilen işletmenin değerlemesini yapmak gerekmektedir. Uygulama 6rneğinde ve temas kurulan diğer birleşen şirketlerde b6yle bir değerlemenin yapılmadığı g6r6lm6řt6r.

Birleşilen işletmenin kendi işletmesini değerlemesi birleşilecek işletmeye 6denecek bedelin doğru olup olmadığının saptanması yanında, 6deme aracının seçiminde de yol g6sterecektir.

- Zorda olan işletmelerin kurtarılmasında 6z sermaye tabanına g6re ve hisse senetleri karşılığı birleşmelerin

yapılması uygun görülebilir. Fakat başarılı olmakla birlikte etkinliği, rasyonelliği arttırılabilecek, ülke kalkınmasında önemli görevler üstlenebilecek optimal büyüklükte işletmelerin yaratılmasında böyle bir değerlendirme yöntemi yeterli olmayacaktır.

- Başarılı işletmelerin birleşmelerinde işletmelerin maddi olmayan değerinin de kapsama alındığı iskonto edilmiş nakit akışları yöntemiyle değerlemesi nispeten kolaydır. Bununla birlikte, nakit akışları negatif olan başarısız işletmelerin bu yöntemle göre değerlemesinde nakit akışlarını pozitif yapmak için her yıl yapılması gereken ilave yatırım harcamalarının da hesaplanarak kapsama alınması daha doğru sonuçlara götürebilecektir.

Türkiye'de şirketlerden, özellikle finansal konularda bilgi sağlanması zor olmaktadır. Şirketler gereksiz bir titizlikle, açıklanmasında bir sakınca olmayan bilgileri bile vermekte tereddüt göstermektedirler. Bilgi vermekte çekingen davranmalarında birleşme faaliyetlerinin henüz yeni yeni tanınıyor olmasının da rolü büyüktür. Dolayısıyla, uygulama yapılan B Şirketinin tekrar istenen verimliliğe ulaştırılması için yapılması düşünülen harcamalarının ne kadar olabileceği konusunda A Şirketinden bilgi alınmamıştır.

- Türkiye koşullarında uygulanabilir bir iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi Eklerde sunulmuştur. Eklerde sunulan tablolardan faydalanarak çeşitli nakit girişleri, çeşitli büyüme oranları ve çeşitli iskonto oranları altında işletmelerin değerleri kolaylıkla bulunabilir.

- Türkiye'de birleşmeler henüz gelişme aşamasındadır. Şirket birleşmelerinin bir asırdan daha fazla geçmişe sahip olduğu ülkelerde uygulanmakta olan analiz tekniklerinin ülkemizde de uygulanması zaman alacaktır. Bununla

birlikte, işletme birleşmelerinde işletmelerin maddi olmayan değerinin de kapsama alındığı yöntemlerinin uygulanmasının yaygınlaşması halinde, birleşmeler sadece zorda olan işletmeler tarafından değil, diğer işletmeler tarafından da arzu edilir hale gelebilecektir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR

- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, İstanbul: İ.Ü.,
Yayın No.: 3344, 1985.
- AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, İstanbul: İ.Ü.,
Yayın No.: 2825, 1982.
- AKGÜÇ, Öztin : 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık,
İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1987.
- ALLAN, M. Robert : "Expansion by Merger, içinde:
W.W. ALBERTS ve J.E. SEGALL
(der.), The Corporate Merger,
Chicago: University of Chicago
Press, 1966.
- BAYAR, Doğan : Endüstri İşletmelerinde Finansal
Planlama, Eskişehir: E.İ.T.İ.A.,
Yayın No.: 48-19, 1967.
- BAYAR, Doğan : İşletmelerde Finansal Yönetim
(Ders Notları), Eskişehir: E.İ.T.
İ.A., 1976.
- BAYAR, Doğan ve
Diğerleri : Yatırım ve Proje Değerlemesi,
Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi
Yayın No.: 44, 1985.
- BURSTEIN, B.Milton : Acquisitions and Mergers, New
York: Oceana Publications Inc.,
1973.

- BÜKER, Semih : Anonim Şirketlere Yapılacak Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir, E.İ.T.İ.A. Yayın No.: 156/98, 1976.
- BÜKER, Semih : Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir: E.İ.T.İ.A.; Yayın No.: 156/98, 1976.
- CEMALCILAR, İlhan ve Diğerleri : İşletmecilik Bilgisi, Eskişehir: E.İ.T.İ.A., Yayın No.: 122, 1976.
- CORBİN, Munro : "Acquisition for Long-Range Growth", içinde: (der.) Corporate Growth Merger and Acquisition, New York: American Management Association, Report No. 75, 1963.
- ENGLER, N. George : Business Financial Management, Dallas: Business Publications, Inc., 1975.
- ERTUNA, Özer İbrahim : Enflasyon Düzeltmeli Mali Tablo Analizi, İstanbul: Gözlem Matbaacılık Koll. Ştk., 1980.
- ERTUNA, Özcan : Finansal Kurumlar, Ankara: Teori Yayınları Verso A.Ş., 1986.
- FINTRUB, G. Warran, : "Defining Corporate Acquisition Goals", içinde: Desmond B. MORIN (der.) Acquisitions and Mergers in Canada, New York: Methuen Publications, 1970.
- FRANKS, R. Julian ve Harry H.SCHOLEFIELD : Corporate Financial Management, Westmead: Gower Press, Teakfield Limited, 1977.

- GILETTE, G.Charles : "How Buyer and Seller Look at a Merger" içinde: John L. HARVEY ve Albert GARDEN (der.), Management Guides to Mergers and Acquisitions New York: Wiley-Interscience A Division of John Wiley and Sons, 1966.
- GÖNENLİ, Atilla : İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul: İstanbul Matbaası, 1979
- GUTMANN, G. Harry ve E.Herber DOUGAL : Corporate Financial Policy, Englewood Cliffs: Prentice-Hall Inc., 1962.
- HATİPOĞLU, Zeyyat : İşletme Finansı, İstanbul: Temel Araştırma Yayınları No.: 6, 1986.
- HAYES, L. Samuel ve Russel A. TAUSSIG : "Tactics of Cash Takeover Bids" Harvard Business Review, C. 45, S.2, Mart-Nisan, 1967.
- HENNESSY, H.John : Handbook of Long-Term Financing, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986.
- HIGGINS, C. Robert : Financial Management Theory and Applications, Chicago: Science Research Associates, Inc., 1977.
- HUSBAND, H. William ve C. James DOCKERAY : Modern Corporation Finance, Illinois: Richard D.Irwin, Inc., 1962.
- JOHNSON, W. Robert : Financial Management, Boston: Allyn and Bacon, Inc., 1982.
- JOHNSON, W. Robert ve Ronald W. MELICHER : Financial Management, Boston: Allyn and Bacon, Inc., 1982.
- KESKİNOĞLU, Suat : Genel İşletme Ekonomisi Dersleri, Eskişehir: E.I.T.I.A., Yayın No.: 6, 1961.

- KINNEY, M. Samuel : "Why Companies Are for Sale", içinde: (der.) Corporate Growth Through Merger and Acquisition, New York: American Management Association, Report No.: 75, 1963.
- KUMAR, S. Manhoman : Growth, acquisition and investment, London: Cambridge University Press, 1984.
- KREPS, H. Clifton ve F. Richard WACHT : Financial Administration, Illinois: The Dryden Press, 1975.
- KRONCKE, O. Charles ve diğlerleri : Managerial Finance: Essentials, New York: West Publishing Company, 1978.
- LALİK, Ömer : İşletmelerde Firma Değlerinin Muhasebe Açısından İncelenmesi, Ankara: A.İ.T.İ.A., Yayın No.: 80, 1975.
- LEBLANC, D. Peter : "Financing Alternatives" içinde: Desmond B. MORIN (der.), Acquisitions and Mergers in Canada, New York: Methuen Publications, 1970.
- MAY, M. John : "How to Find the Right Company", içinde (der.): Corporate Growth Through Merger and Acquisition, New York: American Management Association, Report No: 75, 1963.
- MYDDELTON, D.R. : Financial Decisions, Essex: Cambridge Business Studies Project Trust, 1983.
- ODELL, I. Gordon : "Evaluation Factors and Techniques" içinde (der.) Corporate Growth Through Merger and Acquisition,

- New York: American Management Association, Report No.: 75, 1963.
- OGLEY, Brian : Business Finance, New York: Longman, Inc., 1981.
- OLUÇ, Mehmet : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul: Sermet Matbaası, 1963.
- ÖZBAŞAR, Sera : İşletme Politikası Büyüme Stratejileri ve Yönetimi, İstanbul: Ufuk Matbaası, 1981.
- PHILIPPATOS, C. George: Essential of Financial Management, San Fransisco: Holden-Day, Inc., 1974.
- RAPPAPORT, Alfred : "Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions", içinde: Dwight B. CRANE (der.) Financial Management, New York: John Wiley and Sons, Inc., 1983.
- SALTER, S. Malcolm ve A. Wolw WEINHOLD : "Diversification via Acquisition: Creating Value", içinde: Dwight B. CRANE (der.), Financial Management New York: John Wiley and Sons, Inc., 1983.
- SARIKAMIŞ, Cevat : Sermaye Pazarları, İstanbul: İ.Ü. Yanı No.: 3743, 1980.
- SAMIN, Cihangir : Finansal Analiz, Cilt 10, İstanbul: Önay Matbaacılık, 1987.
- SCHALL, D. Lawrence ve W. Charles HALEY : Introduction to Financial Management, New York: Mc Graw-Hill Book Company, 1983.

- SCHARF, A.Charles : Acquisitions, Mergers, Sales and Take Overs: A Handbook With Forms, London: Printice-Hall, Inc., 1971.
- SEVAL, Belkis : Portföy Kuramı ve Etkin Portföylerin Oluşturulmasında Türkiye' den Bir Örnek (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul: İ.Ü.İ.F. 1985.
- SOLOMON, Ezra ve J.John: An Introduction to Financial Management, California: Goodyear Publishing Company, Inc., 1980.
- SPITALNIC, Robert : "Financing the Acquisition: An Overview", içinde: John L. HARVEY ve Albert GARDEN (der.), New York: Wiley-Interscience A. Division of John Wiley and Sons, 1966.
- STACEY, A.H. Nicholas : Mergers in Modern Business, London: Hutchinson ve Co. Ltd., 1970.
- STEINER, O. Peter ve Ann ARBOR : Mergers: Motives, Effects, Policies, Michigan: University of Michigan Press, 1975.
- STEVENSON, Richard : Fundamentals of Finance, New York: Mc Graw-Hill Book Company, 1980.
- TOKOL, Tuncer : İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa: Bursa İ.T.İ.A. Yayın No.:1, 1981.
- TÜRK, Hikmet Sami : Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuk Araştırma Enstitüsü, Yayın No.: 185, 1986.

- VAN HORNE, James : Fundamentals of Financial Management, New Jersey: Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, 1974.
- VAN HORNE, C. James : Financial Management and Policy, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1976.
- WESTON, J. Fred : "The Determination of Share Exchange Ratios in Merger", içinde: W. Alberts WILLIAM ve E. Joel SEGALL (der.), The Corporate Merger, Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- WESTON, J. Fred ve Eugene F. BRIGHAM : Managerial Finance, London: Rinehart and Winston, Inc., 1970.
- WILLIAM, W. Alberts ve E. Joel SEGALL (der.) : The Corporate Merger, Chicago: University of Chicago Press, 1969.
- WRIGHT, Gordon : Financial Management, London: Mc Graw-Hill, 1970.
- WYATT, R. Arthur ve E. Donald KIESO : Business Combinations: Planning and Action, Pennsylvania: Textbook Company Seranton, 1969.
-
- _____ : Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, Ankara: Devlet Yatırım Bankası Araştırma ve Dış İlişkiler Daire Başkanlığı, 1985.

DİĞER KAYNAKLAR

- ADLER, S. Herbert ve Christopher G. SNEATH : "Acquiring Companies in the U.S.A." Long Range Planning, C.20, S.2, Nisan 1987.
- BAKER, H. Kent ve Diğerleri : "An Inside Look at Corporate Mergers and Acquisitions" MSU Business Topics, C.29, S.1, Kış 1981.
- BAŞARAN, Bayram : Borsadaki Şirketler Yıllığı, 1987, Dünya Gazetesi İlavesi.
- CHATTERJEE, Sayan : "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", Strategic Management Journal, C.7, S.2, Mart-Nisan 1986.
- CUNITZ, A. Jonathan : "Valuing Potential Acquisitions" Financial Executive, C.39, S.3, Nisan 1971.
- DALTON, George : "Start Your Acquisition Program Ten Minutes from Now" Business Horizons, C.6, S.1, Yaz 1985.
- HAMILTON, George : "Start Your Acquisition Program Ten Minutes from Now" Business Horizons, C.28, S.5, Eylül-Ekim 1986.
- HOPKINS, H. Donald : "Acquisition Strategy and the Market Position of Acquiring Firms" Strategic Management Journal, C.8, S.6, Ekim-Kasım 1987.
- HOPKINS, H. Donald : "Long-Term Acquisition Strategies in the U.S. Economy" Journal of

- Management, C.13, S.3, 1987.
- HAUGEN, A.Robert ve Terence C. LANGETIEG : "An Empirical Test for Synergism in Merger" The Journal of Finance, C.30, S.4, Eylül 1975.
- HOWELL, A. Robert : "Plan to Integrate Your Acquisitions" Harvard Business Review, C.48, S.6, Kasım-Aralık 1970.
- KELLOG, E. Douglas : "How to Buy a Small Manufacturing Business" Harvard Business Review C. 53, S.5, Eylül-Ekim 1975.
- KILIÇ, Mustafa : "İstanbul'da İflas Fırtınası" Güneş, 3 Ocak 1987,
- LARSON, D. Kermit ve Nicholas J. GONEDES : "Business Combinations: An Exchange Ratio Determination Model", The Accounting Review, C.44, Ekim 1969.
- MC CARTHY, D. George : "Premeditated Merger" Harvard Business Review, C.39, S.1, Ocak Şubat 1961.
- MERİÇ, İlhan : "Enflasyon Koşullarında Net Parasal Varlıklar, Amortismanlar, Stok Değerlendirme Yöntemleri, Ücretler ve İşletmelerin Piyasa Değeri" Muhasebe Enstitüsü Dergisi Yıl 5, S.18, Kasım 1979.
- PASTENA, Victor ve William RULAND : "The Merger/Bankruptcy Alternatif" The Accounting Review, C.61, S.2 Nisan 1986.
- REILLY, F. Robert : "Planning for an Acquisition Strategy" Managerial Planning, C.30, S.5, Mart-Nisan 1978.

- SHAD, S.R. John: : "The Financial Realites of Mergers" Harvard Business Review, C.47, Kasım-Aralık 1969.
- SINGH, Harbir ve : "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", Strategic Management Journal, C.8, Temmuz-Ağustos 1987.
- MONTGOMERY, A. Cynthia
- SMALTER, J. Donald ve : "P/E Analysis in Acquisition Strategy" Harvard Business Review, Roderic C. LANCEY C.44, S.6, Ekim-Kasım 1966.
- VISA, D. Trevor : "Objektic Setting for Acquisition Activity" Managerial Planning, C.33, S.1, Temmuz-Ağustos 1977.
- _____ : "Başka Şirketleri Satın Almak Ne Getiriyor?" Dünya, 19 Ocak 1987.
- _____ : "ITT ile CGE Birleşti" Dünya, 20 Ocak 1987.
- _____ : "Okumuşun Hacze Giden Yolu ve 22 Şirket", Hürriyet, 10 Ağustos 1986.
- _____ : "Paris, Şirket Ele Geçirme Nöbetine Yakalandı", Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl 8, S.90, Ağustos 1986.
- _____ : "Şirket Evliliği", Güneş, 13 Ekim 1987.
- _____ : "The Cash-Flow Takeover Formula", Business Week, 18 Aralık 1978.
- _____ : "Hoechst Celanese'i Alıyor", Dünya, 16 Kasım 1986.
- _____ : "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Firması" İSO, Yıl 20, Özel Sayı, 15 Ekim 1985.

- : "Hisse Senetlerinde Son Piyasa"
Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl 8,
S. 83, Ocak 1986.
- : 3239 Sayılı Kanun, RG, 11 Aralık
1985, No.: 18955.

EKLER: ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME
ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AİT
TABLOLAR

$$\text{İşletme Değeri} = F \left(\sum_{n=1}^t \frac{(1+g_1)^n}{(1+k)^n} + \frac{(1+g_1)^t / (k-g_2)}{(1+k)^t} \right) = F \cdot D_2$$

t = 5 ve 10 yıl olarak seçilen hızlı büyüme dönemi

k = İskonto oranı

g₁ = Hızlı büyüme dönemi için büyüme oranı

g₂ = Hızlı büyüme dönemi sonrası için büyüme oranı

F = Sabit kabul edilen yıllık nakit akışı

D₁ = Birim nakit akışı için hızlı büyüme dönemine ait işletme değeri (tablodan alınacak değer)

D₂ = Birim nakit akışı için işletmenin tüm değeri (tablodan alınacak değer)

EK-I .

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=5 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.10$

	D_1	g_2									
		0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	
g_1	0.00	3.10	9.31	10.07	11.02	12.24	13.87	16.14	19.56	25.25	36.63
	0.01	3.26	9.79	10.59	11.58	12.87	14.57	16.97	20.56	26.54	38.50
	0.02	3.43	10.28	11.12	12.17	13.52	15.31	17.82	21.59	27.88	40.45
	0.03	3.60	10.80	11.68	12.78	14.19	16.08	18.72	22.67	29.27	42.47
	0.04	3.78	11.33	12.26	13.41	14.89	16.87	19.64	23.80	30.72	44.57
	0.05	3.96	11.89	12.86	14.07	15.62	17.70	20.60	24.96	32.23	46.76
	0.06	4.15	12.46	13.48	14.75	16.38	18.56	21.60	26.17	33.79	49.03
	0.07	4.35	13.06	14.13	15.46	17.17	19.45	22.64	27.43	35.42	51.38
	0.08	4.56	13.69	14.80	16.19	17.99	20.38	23.72	28.74	37.10	53.83
	0.09	4.78	14.33	15.50	16.96	18.83	21.34	24.84	30.09	38.85	56.37
	0.10	5.00	15.00	16.22	17.75	19.71	22.33	26.00	31.50	40.67	59.00

İSKONTO ORANI $k=0.11$

	D_1	g_2									
		0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	
g_1	0.00	2.97	8.36	8.96	9.69	10.61	11.78	13.35	15.55	18.84	24.33
	0.01	3.12	8.79	9.42	10.19	11.15	12.39	14.03	16.34	19.80	25.57
	0.02	3.28	9.23	9.89	10.70	11.71	13.01	14.74	17.17	20.80	26.86
	0.03	3.44	9.69	10.39	11.24	12.30	13.66	15.48	18.02	21.84	28.21
	0.04	3.61	10.17	10.90	11.79	12.91	14.34	16.25	18.92	22.92	29.60
	0.05	3.79	10.67	11.44	12.37	13.54	15.04	17.04	19.84	24.05	31.05
	0.06	3.97	11.19	11.99	12.97	14.20	15.77	17.87	20.81	25.21	32.56
	0.07	4.16	11.73	12.57	13.59	14.88	16.53	18.73	21.81	26.43	34.13
	0.08	4.36	12.29	13.17	14.24	15.59	17.31	19.62	22.85	27.69	35.75
	0.09	4.57	12.87	13.79	14.91	16.32	18.13	20.54	23.92	28.99	37.44
	0.10	4.78	13.47	14.43	15.61	17.08	18.98	21.50	25.04	30.35	39.19

İSKONTO ORANI $k=0.12$

	D_1	g_2									
		0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	
g_1	0.00	2.84	7.57	8.05	8.62	9.33	10.21	11.35	12.86	14.98	18.16
	0.01	2.98	7.95	8.46	9.06	9.81	10.73	11.93	13.52	15.74	19.08
	0.02	3.13	8.35	8.88	9.52	10.30	11.28	12.53	14.20	16.54	20.05
	0.03	3.29	8.77	9.33	10.00	10.82	11.84	13.16	14.91	17.37	21.05
	0.04	3.45	9.20	9.79	10.49	11.35	12.43	13.81	15.65	18.23	22.09
	0.05	3.62	9.66	10.27	11.01	11.91	13.04	14.48	16.42	19.12	23.17
	0.06	3.80	10.12	10.77	11.54	12.49	13.67	15.19	17.21	20.05	24.30
	0.07	3.98	10.61	11.29	12.10	13.09	14.33	15.92	18.04	21.01	25.47
	0.08	4.17	11.12	11.82	12.67	13.71	15.01	16.67	18.90	22.01	26.68
	0.09	4.37	11.64	12.38	13.27	14.36	15.72	17.46	19.79	23.05	27.94
	0.10	4.57	12.18	12.96	13.89	15.03	16.45	18.28	20.71	24.13	29.24

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=5 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.13$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.71	6.89	7.28	7.75	8.30	8.99	9.84	10.93	12.39	14.44
	0.01	2.85	7.24	7.65	8.14	8.73	9.44	10.34	11.49	13.03	15.17
	0.02	3.00	7.61	8.04	8.55	9.17	9.92	10.86	12.07	13.68	15.94
	0.03	3.15	7.99	8.44	8.98	9.63	10.42	11.40	12.67	14.37	16.74
	0.04	3.30	8.38	8.86	9.43	10.10	10.93	11.97	13.30	15.08	17.57
	0.05	3.46	8.79	9.29	9.89	10.60	11.47	12.56	13.95	15.82	18.43
	0.06	3.63	9.22	9.74	10.37	11.11	12.02	13.16	14.63	16.58	19.32
	0.07	3.81	9.66	10.21	10.87	11.65	12.60	13.80	15.33	17.38	20.25
	0.08	3.99	10.12	10.70	11.38	12.20	13.20	14.45	16.06	18.21	21.21
	0.09	4.18	10.60	11.20	11.92	12.78	13.83	15.14	16.82	19.07	22.21
	0.10	4.37	11.09	11.73	12.48	13.37	14.47	15.84	17.61	19.96	23.25

İSKONTO ORANI $k=0.14$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.60	6.31	6.63	7.01	7.46	8.00	8.66	9.48	10.54	11.95
	0.01	2.73	6.63	6.97	7.37	7.84	8.41	9.10	9.96	11.07	12.55
	0.02	2.87	6.96	7.32	7.74	8.24	8.83	9.56	10.47	11.63	13.19
	0.03	3.01	7.31	7.69	8.13	8.65	9.27	10.03	10.99	12.21	13.85
	0.04	3.16	7.67	8.07	8.53	9.08	9.73	10.53	11.53	12.82	14.53
	0.05	3.31	8.05	8.46	8.95	9.52	10.21	11.05	12.10	13.45	15.25
	0.06	3.48	8.44	8.88	9.38	9.98	10.70	11.58	12.68	14.10	15.99
	0.07	3.64	8.85	9.30	9.83	10.46	11.22	12.14	13.29	14.78	16.75
	0.08	3.82	9.27	9.74	10.30	10.96	11.75	12.72	13.93	15.48	17.55
	0.09	4.00	9.70	10.20	10.79	11.48	12.31	13.32	14.58	16.21	18.38
	0.10	4.18	10.16	10.68	11.29	12.01	12.88	13.94	15.27	16.97	19.24

İSKONTO ORANI $k=0.15$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.49	5.80	6.07	6.39	6.75	7.19	7.71	8.34	9.14	10.16
	0.01	2.61	6.10	6.38	6.71	7.10	7.55	8.10	8.77	9.60	10.67
	0.02	2.74	6.40	6.70	7.05	7.46	7.93	8.51	9.21	10.09	11.21
	0.03	2.88	6.72	7.04	7.40	7.83	8.33	8.93	9.67	10.59	11.77
	0.04	3.02	7.06	7.39	7.77	8.22	8.74	9.38	10.15	11.11	12.36
	0.05	3.17	7.40	7.75	8.15	8.62	9.17	9.84	10.65	11.66	12.96
	0.06	3.33	7.76	8.13	8.55	9.04	9.62	10.31	11.16	12.23	13.59
	0.07	3.49	8.14	8.52	8.96	9.47	10.08	10.81	11.70	12.81	14.25
	0.08	3.65	8.52	8.92	9.38	9.92	10.56	11.32	12.26	13.42	14.92
	0.09	3.82	8.92	9.34	9.83	10.39	11.06	11.86	12.83	14.06	15.63
	0.10	4.00	9.34	9.78	10.29	10.88	11.57	12.41	13.43	14.71	16.36

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=5 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.16$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.38	5.36	5.59	5.85	6.15	6.51	6.93	7.43	8.04	8.81
	0.01	2.50	5.63	5.87	6.15	6.47	6.84	7.28	7.81	8.45	9.26
	0.02	2.63	5.91	6.17	6.46	6.79	7.18	7.65	8.20	8.88	9.72
	0.03	2.76	6.21	6.48	6.78	7.13	7.54	8.03	8.61	9.32	10.21
	0.04	2.90	6.52	6.80	7.12	7.49	7.92	8.43	9.04	9.78	10.72
	0.05	3.04	6.84	7.13	7.47	7.85	8.30	8.84	9.48	10.26	11.24
	0.06	3.19	7.17	7.48	7.83	8.23	8.71	9.27	9.94	10.76	11.79
	0.07	3.34	7.51	7.84	8.20	8.63	9.13	9.71	10.42	11.28	12.35
	0.08	3.50	7.87	8.21	8.59	9.04	9.56	10.18	10.91	11.81	12.94
	0.09	3.66	8.24	8.60	9.00	9.47	10.01	10.66	11.43	12.37	13.55
	0.10	3.83	8.63	9.00	9.42	9.91	10.48	11.15	11.96	12.95	14.19

İSKONTO ORANI $k=0.17$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.28	4.96	5.16	5.38	5.64	5.93	6.27	6.68	7.16	7.75
	0.01	2.40	5.22	5.42	5.66	5.92	6.23	6.59	7.02	7.53	8.15
	0.02	2.52	5.48	5.70	5.94	6.22	6.55	6.92	7.37	7.91	8.56
	0.03	2.64	5.75	5.98	6.24	6.53	6.87	7.27	7.74	8.30	8.99
	0.04	2.77	6.04	6.28	6.55	6.86	7.21	7.63	8.12	8.71	9.43
	0.05	2.91	6.33	6.59	6.87	7.19	7.57	8.00	8.52	9.14	9.90
	0.06	3.05	6.64	6.90	7.20	7.54	7.93	8.39	8.93	9.58	10.38
	0.07	3.20	6.96	7.24	7.55	7.91	8.32	8.80	9.36	10.04	10.88
	0.08	3.35	7.29	7.58	7.91	8.28	8.71	9.21	9.81	10.52	11.39
	0.09	3.51	7.64	7.94	8.28	8.67	9.12	9.65	10.27	11.02	11.93
	0.10	3.67	7.99	8.31	8.67	9.08	9.55	10.10	10.75	11.53	12.49

İSKONTO ORANI $k=0.18$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.19	4.61	4.78	4.97	5.19	5.43	5.72	6.05	6.44	6.91
	0.01	2.30	4.85	5.03	5.23	5.45	5.71	6.01	6.36	6.77	7.26
	0.02	2.41	5.09	5.28	5.49	5.73	6.00	6.31	6.68	7.11	7.63
	0.03	2.53	5.35	5.54	5.76	6.01	6.30	6.63	7.01	7.46	8.01
	0.04	2.66	5.61	5.82	6.05	6.31	6.61	6.95	7.36	7.83	8.40
	0.05	2.79	5.89	6.10	6.35	6.62	6.93	7.30	7.72	8.22	8.81
	0.06	2.92	6.17	6.40	6.65	6.94	7.27	7.65	8.09	8.61	9.24
	0.07	3.07	6.47	6.71	6.97	7.28	7.62	8.02	8.48	9.03	9.69
	0.08	3.21	6.78	7.03	7.31	7.62	7.98	8.40	8.88	9.46	10.15
	0.09	3.36	7.10	7.36	7.65	7.98	8.36	8.79	9.30	9.90	10.63
	0.10	3.52	7.43	7.70	8.01	8.35	8.75	9.21	9.74	10.37	11.12

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=5 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.19$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.10	4.30	4.45	4.61	4.79	5.00	5.24	5.51	5.83	6.21
	0.01	2.20	4.52	4.67	4.84	5.04	5.26	5.51	5.79	6.13	6.53
	0.02	2.31	4.75	4.91	5.09	5.29	5.52	5.78	6.09	6.44	6.86
	0.03	2.43	4.99	5.15	5.34	5.56	5.80	6.07	6.39	6.76	7.20
	0.04	2.55	5.23	5.41	5.61	5.83	6.08	6.37	6.71	7.10	7.55
	0.05	2.67	5.49	5.68	5.88	6.12	6.38	6.69	7.04	7.44	7.93
	0.06	2.80	5.76	5.95	6.17	6.41	6.69	7.01	7.38	7.80	8.31
	0.07	2.94	6.03	6.24	6.47	6.72	7.01	7.35	7.73	8.18	8.71
	0.08	3.08	6.32	6.53	6.77	7.04	7.35	7.70	8.10	8.57	9.12
	0.09	3.22	6.62	6.84	7.09	7.37	7.69	8.06	8.48	8.97	9.55
	0.10	3.37	6.93	7.16	7.42	7.72	8.05	8.44	8.88	9.39	10.00

İSKONTO ORANI $k=0.20$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.01	4.02	4.15	4.29	4.44	4.62	4.82	5.05	5.32	5.63
	0.01	2.11	4.22	4.36	4.51	4.67	4.86	5.07	5.31	5.59	5.91
	0.02	2.22	4.44	4.58	4.73	4.91	5.10	5.32	5.58	5.87	6.21
	0.03	2.33	4.66	4.81	4.97	5.15	5.36	5.59	5.86	6.16	6.52
	0.04	2.44	4.89	5.04	5.22	5.41	5.62	5.87	6.15	6.47	6.85
	0.05	2.56	5.13	5.29	5.47	5.67	5.90	6.15	6.45	6.79	7.18
	0.06	2.69	5.38	5.55	5.74	5.95	6.18	6.45	6.76	7.12	7.53
	0.07	2.82	5.64	5.81	6.01	6.23	6.48	6.76	7.09	7.46	7.89
	0.08	2.95	5.90	6.09	6.30	6.53	6.79	7.09	7.42	7.81	8.27
	0.09	3.09	6.18	6.38	6.60	6.84	7.11	7.42	7.77	8.18	8.66
	0.10	3.24	6.47	6.68	6.90	7.16	7.44	7.77	8.14	8.56	9.06

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=10 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.10$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	3.86	7.71	8.18	8.77	9.53	10.54	11.95	14.07	17.61	24.67
	0.01	4.26	8.52	9.04	9.69	10.53	11.64	13.20	15.54	19.45	27.26
	0.02	4.70	9.40	9.97	10.69	11.62	12.85	14.57	17.15	21.46	30.08
	0.03	5.18	10.36	11.00	11.79	12.81	14.16	16.06	18.91	23.66	33.16
	0.04	5.71	11.41	12.11	12.98	14.10	15.60	17.69	20.83	26.06	36.52
	0.05	6.28	12.56	13.33	14.29	15.52	17.17	19.47	22.92	28.68	40.19
	0.06	6.90	13.81	14.65	15.71	17.06	18.87	21.40	25.20	31.53	44.19
	0.07	7.58	15.17	16.10	17.25	18.74	20.73	23.51	27.68	34.63	48.54
	0.08	8.32	16.65	17.66	18.94	20.57	22.75	25.80	30.38	38.01	53.27
	0.09	9.13	18.25	19.37	20.76	22.56	24.95	28.29	33.31	41.68	58.41
	0.10	10.00	20.00	21.22	22.75	24.71	27.33	31.00	36.50	45.67	64.00

İSKONTO ORANI $k=0.11$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	3.52	6.72	7.08	7.51	8.06	8.75	9.69	10.99	12.94	16.20
	0.01	3.89	7.43	7.82	8.30	8.90	9.67	10.70	12.14	14.30	17.90
	0.02	4.29	8.20	8.53	9.16	9.82	10.67	11.81	13.39	15.78	19.75
	0.03	4.73	9.04	9.51	10.10	10.83	11.77	13.02	14.77	17.39	21.77
	0.04	5.21	9.95	10.48	11.12	11.93	12.96	14.34	16.27	19.16	23.98
	0.05	5.74	10.95	11.53	12.24	13.12	14.26	15.78	17.90	21.08	26.39
	0.06	6.31	12.04	12.68	13.46	14.43	15.68	17.34	19.68	23.18	29.01
	0.07	6.93	13.23	13.93	14.78	15.85	17.22	19.05	21.62	25.46	31.87
	0.08	7.60	14.52	15.28	16.22	17.39	18.90	20.91	23.72	27.94	34.98
	0.09	8.34	15.92	16.76	17.79	19.07	20.72	22.93	26.01	30.64	38.35
	0.10	9.13	17.44	18.36	19.49	20.90	22.71	25.12	28.50	33.57	42.02

İSKONTO ORANI $k=0.12$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	3.22	5.90	6.18	6.50	6.90	7.41	8.05	8.91	10.11	11.91
	0.01	3.56	6.52	6.82	7.18	7.63	8.18	8.89	9.84	11.17	13.16
	0.02	3.92	7.20	7.53	7.93	8.42	9.03	9.81	10.86	12.32	14.52
	0.03	4.33	7.93	8.30	8.74	9.28	9.95	10.82	11.97	13.59	16.01
	0.04	4.77	8.74	9.14	9.63	10.22	10.96	11.91	13.19	14.97	17.63
	0.05	5.24	9.62	10.06	10.59	11.25	12.06	13.11	14.51	16.47	19.41
	0.06	5.77	10.57	11.06	11.65	12.36	13.26	14.42	15.95	18.11	21.33
	0.07	6.33	11.61	12.15	12.79	13.58	14.57	15.83	17.52	19.89	23.43
	0.08	6.95	12.74	13.33	14.04	14.91	15.99	17.38	19.23	21.83	25.72
	0.09	7.62	13.97	14.62	15.40	16.35	17.53	19.06	21.09	23.93	28.20
	0.10	8.35	15.31	16.02	16.87	17.91	19.21	20.88	23.10	26.22	30.90

EK-II

ÇEŞİTLİ İSKONTO DRANLARI VE FARKLI BÜYÜME DRANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=10 YIL

İSKONTO DRANI $k=0.13$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.95	5.21	5.43	5.68	5.98	6.35	6.81	7.41	8.20	9.31
	0.01	3.25	5.76	5.99	6.27	6.61	7.01	7.53	8.18	9.06	10.28
	0.02	3.59	6.35	6.61	6.92	7.29	7.74	8.30	9.03	9.99	11.35
	0.03	3.96	7.00	7.29	7.63	8.04	8.53	9.16	9.95	11.02	12.51
	0.04	4.36	7.71	8.03	8.40	8.85	9.40	10.08	10.96	12.14	13.78
	0.05	4.80	8.49	8.84	9.25	9.74	10.34	11.10	12.06	13.36	15.16
	0.06	5.28	9.33	9.72	10.17	10.71	11.37	12.20	13.26	14.68	16.67
	0.07	5.79	10.25	10.67	11.17	11.76	12.49	13.40	14.57	16.13	18.31
	0.08	6.36	11.25	11.71	12.26	12.91	13.71	14.71	15.99	17.70	20.10
	0.09	6.97	12.34	12.84	13.44	14.16	15.03	16.13	17.53	19.41	22.04
	0.10	7.64	13.52	14.07	14.73	15.51	16.47	17.67	19.21	21.27	24.15

İSKONTO DRANI $k=0.14$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.70	4.62	4.79	4.99	5.22	5.50	5.84	6.27	6.82	7.55
	0.01	2.98	5.11	5.29	5.51	5.77	6.08	6.46	6.93	7.53	8.34
	0.02	3.29	5.64	5.84	6.08	6.37	6.71	7.12	7.64	8.31	9.21
	0.03	3.63	6.21	6.44	6.71	7.02	7.40	7.85	8.43	9.17	10.15
	0.04	3.99	6.84	7.10	7.39	7.73	8.15	8.65	9.28	10.10	11.18
	0.05	4.39	7.53	7.81	8.13	8.51	8.96	9.52	10.22	11.11	12.30
	0.06	4.83	8.28	8.58	8.94	9.35	9.85	10.47	11.23	12.21	13.53
	0.07	5.31	9.10	9.43	9.82	10.27	10.82	11.50	12.34	13.42	14.86
	0.08	5.82	9.98	10.35	10.77	11.28	11.88	12.62	13.54	14.73	16.31
	0.09	6.39	10.95	11.35	11.81	12.37	13.03	13.84	14.85	16.15	17.88
	0.10	7.00	11.99	12.43	12.94	13.55	14.27	15.16	16.27	17.69	19.59

İSKONTO DRANI $k=0.15$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.47	4.12	4.26	4.41	4.59	4.81	5.07	5.38	5.78	6.29
	0.01	2.73	4.55	4.70	4.87	5.07	5.31	5.60	5.95	6.38	6.94
	0.02	3.01	5.02	5.19	5.38	5.60	5.86	6.18	6.56	7.04	7.66
	0.03	3.32	5.54	5.72	5.93	6.17	6.46	6.81	7.23	7.77	8.45
	0.04	3.66	6.10	6.30	6.53	6.80	7.12	7.50	7.97	8.55	9.30
	0.05	4.03	6.71	6.93	7.19	7.48	7.83	8.25	8.77	9.41	10.24
	0.06	4.43	7.38	7.62	7.90	8.23	8.61	9.07	9.64	10.35	11.26
	0.07	4.86	8.10	8.37	8.68	9.04	9.46	9.97	10.59	11.37	12.36
	0.08	5.34	8.89	9.19	9.52	9.92	10.38	10.94	11.62	12.47	13.57
	0.09	5.85	9.75	10.07	10.44	10.87	11.38	12.00	12.74	13.68	14.88
	0.10	6.41	10.69	11.04	11.44	11.91	12.47	13.14	13.96	14.99	16.30

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ T=10 YIL

İSKONTO ORANI $k=0.16$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.27	3.68	3.79	3.92	4.06	4.23	4.43	4.67	4.96	5.33
	0.01	2.50	4.07	4.19	4.33	4.49	4.67	4.89	5.16	5.48	5.88
	0.02	2.76	4.49	4.62	4.78	4.95	5.16	5.40	5.69	6.05	6.49
	0.03	3.05	4.95	5.10	5.27	5.46	5.69	5.95	6.28	6.67	7.16
	0.04	3.36	5.45	5.61	5.80	6.01	6.26	6.56	6.91	7.34	7.89
	0.05	3.69	6.00	6.18	6.38	6.62	6.89	7.22	7.61	8.08	8.68
	0.06	4.06	6.60	6.79	7.02	7.28	7.58	7.93	8.36	8.89	9.54
	0.07	4.46	7.25	7.46	7.71	7.99	8.32	8.72	9.19	9.76	10.48
	0.08	4.89	7.95	8.19	8.46	8.77	9.14	9.57	10.08	10.71	11.50
	0.09	5.37	8.72	8.98	9.28	9.62	10.02	10.49	11.05	11.75	12.61
	0.10	5.88	9.55	9.84	10.16	10.54	10.98	11.49	12.11	12.87	13.82

İSKONTO ORANI $k=0.17$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	2.08	3.30	3.39	3.50	3.61	3.74	3.90	4.09	4.31	4.58
	0.01	2.30	3.65	3.75	3.86	3.99	4.14	4.31	4.51	4.76	5.06
	0.02	2.54	4.03	4.14	4.26	4.40	4.56	4.75	4.98	5.25	5.58
	0.03	2.80	4.44	4.56	4.70	4.85	5.03	5.24	5.49	5.79	6.15
	0.04	3.08	4.89	5.02	5.17	5.35	5.54	5.77	6.05	6.37	6.77
	0.05	3.39	5.38	5.53	5.69	5.88	6.10	6.35	6.65	7.01	7.46
	0.06	3.73	5.92	6.08	6.26	6.47	6.71	6.99	7.32	7.71	8.20
	0.07	4.09	6.50	6.68	6.88	7.10	7.37	7.67	8.04	8.47	9.00
	0.08	4.49	7.13	7.33	7.55	7.80	8.08	8.42	8.82	9.30	9.88
	0.09	4.93	7.82	8.03	8.27	8.55	8.87	9.23	9.67	10.19	10.84
	0.10	5.40	8.57	8.80	9.07	9.37	9.71	10.12	10.60	11.17	11.87

İSKONTO ORANI $k=0.18$

		D ₁	g ₂								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g ₁	0.00	1.91	2.97	3.05	3.13	3.22	3.33	3.45	3.60	3.77	3.97
	0.01	2.11	3.28	3.36	3.46	3.56	3.68	3.82	3.97	4.16	4.39
	0.02	2.33	3.62	3.71	3.81	3.93	4.06	4.21	4.39	4.59	4.84
	0.03	2.57	3.99	4.09	4.20	4.33	4.48	4.64	4.84	5.07	5.34
	0.04	2.83	4.40	4.51	4.63	4.77	4.93	5.11	5.33	5.58	5.88
	0.05	3.11	4.84	4.96	5.10	5.25	5.42	5.63	5.86	6.14	6.47
	0.06	3.42	5.32	5.45	5.60	5.77	5.96	6.19	6.44	6.75	7.12
	0.07	3.76	5.85	5.99	6.15	6.34	6.55	6.79	7.08	7.41	7.82
	0.08	4.12	6.42	6.58	6.75	6.96	7.19	7.46	7.77	8.14	8.58
	0.09	4.52	7.04	7.21	7.41	7.63	7.88	8.18	8.52	8.92	9.41
	0.10	4.96	7.71	7.90	8.11	8.36	8.64	8.96	9.33	9.78	10.31

ÇEŞİTLİ İSKONTO ORANLARI VE FARKLI BÜYÜME ORANLARINA GÖRE İŞLETME DEĞERİNİN HESABINA AIT TABLO

HIZLI BÜYÜME DÖNEMİ $T=10$ YIL

İSKONTO ORANI $k=0.19$

		D_1	g_2								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g_1	0.00	1.76	2.68	2.74	2.81	2.89	2.97	3.07	3.19	3.32	3.48
	0.01	1.94	2.96	3.03	3.10	3.19	3.28	3.39	3.52	3.67	3.84
	0.02	2.14	3.27	3.34	3.42	3.52	3.62	3.75	3.89	4.05	4.24
	0.03	2.36	3.60	3.68	3.78	3.88	4.00	4.13	4.28	4.46	4.68
	0.04	2.60	3.97	4.06	4.16	4.27	4.40	4.55	4.72	4.92	5.15
	0.05	2.86	4.37	4.47	4.58	4.70	4.84	5.01	5.19	5.41	5.67
	0.06	3.14	4.80	4.91	5.03	5.17	5.33	5.50	5.71	5.95	6.23
	0.07	3.45	5.27	5.39	5.53	5.68	5.85	6.05	6.27	6.53	6.85
	0.08	3.79	5.79	5.92	6.07	6.23	6.42	6.63	6.88	7.17	7.51
	0.09	4.16	6.35	6.49	6.65	6.83	7.04	7.28	7.55	7.86	8.24
	0.10	4.55	6.95	7.11	7.29	7.49	7.71	7.97	8.27	8.62	9.03

İSKONTO ORANI $k=0.20$

		D_1	g_2								
			0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
g_1	0.00	1.62	2.42	2.47	2.53	2.59	2.66	2.75	2.84	2.94	3.07
	0.01	1.78	2.68	2.73	2.79	2.86	2.94	3.03	3.13	3.25	3.39
	0.02	1.97	2.95	3.02	3.08	3.16	3.25	3.35	3.46	3.59	3.74
	0.03	2.17	3.26	3.32	3.40	3.49	3.58	3.69	3.81	3.96	4.12
	0.04	2.39	3.59	3.66	3.75	3.84	3.94	4.06	4.20	4.36	4.54
	0.05	2.63	3.95	4.03	4.12	4.22	4.34	4.47	4.62	4.80	5.00
	0.06	2.89	4.34	4.43	4.53	4.64	4.77	4.92	5.08	5.27	5.50
	0.07	3.18	4.77	4.87	4.98	5.10	5.24	5.40	5.58	5.79	6.04
	0.08	3.49	5.23	5.34	5.46	5.60	5.75	5.93	6.13	6.36	6.62
	0.09	3.82	5.74	5.86	5.99	6.14	6.31	6.50	6.72	6.97	7.26
	0.10	4.19	6.28	6.42	6.56	6.73	6.91	7.12	7.36	7.64	7.96