T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN, ŞİRKET DEĞERLEMESİ İLE FİNANSAL AÇIDAN BAŞARILARININ İRDELENMESİ VE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

Özgür Ekin SUCU

KOCAELİ 2017

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN, ŞİRKET DEĞERLEMESİ İLE FİNANSAL AÇIDAN BAŞARILARININ İRDELENMESİ VE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

Özgür Ekin SUCU

Prof. Dr. Sami KARACAN

KOCAELİ 2017

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN, ŞİRKET DEĞERLEMESİ İLE FİNANSAL AÇIDAN BAŞARILARININ İRDELENMESİ VE BİR UYGULAMA

DOKTORA TEZİ

Tezi Hazırlayan: Özgür Ekin SUCU
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 27.12.2017/31

Jüri Başkanı: Prof. Dr. Hanifi AYBOĞA

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Selman Aziz ERDEN

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Sami KARACAN

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Suphi ASLANOĞLU

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Şevket Alper KOÇ

KOCAELİ 2017

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER i
ÖZET vi
ABSTRACT vii
KISALTMALAR viii
TABLOLAR ix
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMESİ KAVRAMI VE GENEL BAKIŞ 5
1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ 8
1.2.1. Vergi Avantajı Sağlama 9
1.2.2. Finansal Nedenler 10
1.2.3. Pazar Payını Arttırma İsteği 11
1.2.4. Teknolojik Değişmeler 12
1.2.5. Düşük Değerlenmiş Varlıkları Alma İsteği 12
1.2.6. Yönetici Davranışları 13
1.2.7. Çeşitlendirme 13
1.2.8. Sinerji 15
1.3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TÜRLERİ 16
1.3.1. Yatay Birleşmeler 17
1.3.2. Dikey Birleşmeler 19
1.3.3. Karma Birleşmeler 20
1.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN BAŞARISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER 21
1.4.1. Yönetim Etkinliği 22
1.4.2. Kültürel Farklılıklar 22
1.4.3. Stratejik Motivasyon 23
1.4.4. İletişim 24
1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GELİŞİM SÜRECİ 24
1.5.1. Amerika Birleşik Devletleri 25
1.5.1.1. Birinci Dalga (1897-1904) 25
1.5.1.2. İkinci Dalga (1916-1929) 26
1.5.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969) 26
1.5.1.4. Dördüncü Dalga (1984-1989) 27
1.5.1.5. Beşinci Dalga (1991-2001) 27
1.5.1.6. Altıncı Dalga (2004-….) 28

1.5.2. Avrupa Birliği 28
1.5.3. Türkiye 29
1.6. BİRLEŞME SÜRECİ 34
1.6.1. Birleşmenin Planlanması 35
1.6.2. Potansiyel Adayların Araştırılması ve Seçimi 36
1.6.3. Görüşme ve Sonuç 36

İKİNCİ BÖLÜM

DEĞERLEMEYE GİRİŞ

2.1. DEĞERLEME KAVRAMI 38
2.2. DEĞER KAVRAMI 39
2.3. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI 40
2.4. DEĞERLEMENİN AMACI ve KULLANIM ALANLARI 44
2.4.1. Portföy Yönetiminde Değerleme 44
2.4.2. Satın Alma Analizinde Değerleme 45
2.4.3. Kurumsal Finansta Değerleme 46
2.4.4. Kredi Analizinde Değerleme 46
2.5. DEĞERLEME İLE İLGİLİ GÖRÜŞLER 46
2.6. DEĞERLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER 50
2.6.1. Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri 50
2.6.1.1. Net Aktif Değeri 51
2.6.1.2. Defter Değeri 51
2.6.1.3. Tasfiye Değeri 52
2.6.2. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri 53
2.6.2.1. Öz Sermayeye Serbest Nakit Akımı Yöntemi 54
2.6.2.2. Şirkete Serbest Nakit Akımları Yöntemi 56
2.6.2.3. İndirgenmiş Kâr Payı (Temettü) Yöntemi 56
2.6.3. Göreceli Değerleme Yöntemleri 58
2.6.3.1. Fiyat Kazanç Oranı Yöntemi 60
2.6.3.2. Piyasa Değeri/ Defter Değeri Yöntemi 62
2.6.3.3. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi 63
2.6.3.4. Fiyat/Satış Oranı Yöntemi 63
2.6.3.5. Şirket Değeri/Faiz Amortisman Öncesi Kâr Yöntemi 64
2.6.4. Alternatif Değerleme Yöntemleri 64
2.6.4.1. Artık Kâr Yöntemi 64
2.6.4.1.1. Ekonomik katma değer (EVA) 66
2.6.4.1.2. Ekonomik Kâr Modeli 68

2.6.4.1.3. Pazar Katma Değeri (MVA) 68
2.6.4.2. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Yöntemi 69
2.7. ŞİRKET DEĞERLEMESİNDE YAPILAN HATALAR 70
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
ŞİRKETE SERBEST NAKİT AKIMLAR VE DEĞERLEME SÜRECİ
3.1. ŞİRKETE SERBEST NAKİT AKIMLAR YÖNTEMİ 73
3.2. NAKİT AKIMLARIN BULUNMASI 77
3.2.1. Büyüme 79
3.2.2. Net İşletme Sermayesi 80
3.2.3. Amortismanlar 84
3.2.4. Sermaye Harcamaları 85
3.3. AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİNİN BULUNMASI 87
3.3.1. Sermaye Yapısının Belirlenmesi 89
3.3.2. Borçların Maliyetinin Bulunması 93
3.3.3. Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması 94
3.3.3.1. Öz Sermaye Maliyeti Türleri 96
3.3.3.1.1. Adi Pay Senedinin Maliyeti 97
3.3.3.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri Maliyeti 98
3.3.3.1.3. Dağıtılmayan Kâr Paylarının Maliyeti 99
3.3.3.1.3.1. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) 100
3.3.3.1.3.2. Tahvil Getirisi + Risk Primi Yöntemi 103
3.3.3.1.3.3. Temettü Değerleme Modeli 103
3.3.3.1.3.4. Arbitraj Fiyatlama Modeli 103
3.3.3.2. Piyasa Risk Priminin Bulunması 104
3.3.3.3. Beta Katsayısının Bulunması 105
3.3.3.4. Risksiz Getiri Oranı 109
3.4. TERMİNAL DEĞERİN (DEVAM EDEN DEĞER) BULUNMASI 109
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
BİRLEŞME SÜRECİNDE ŞİRKETLERİN DEĞERLEMESİNE YÖNELİK UYGULAMA
4.1. ŞİRKETLER HAKKINDA GENEL BİLGİLENDİRME 111
4.2. NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI 112
4.2.1. Büyümenin Tahmin Edilmesi 113
4.2.1.1. Edinen İşletme Büyüme Tahminleri 113
4.2.1.2. Edinilen İşletme Büyüme Tahminleri 114
4.2.1.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Büyüme Tahminleri 115
4.2.2. Satışların Tahmin Edilmesi 116

4.2.2.1. Edinen İşletmenin Satış Tahminleri 116
4.2.2.2. Edinilen İşletmenin Satış Tahminleri 117
4.2.2.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Satış Tahminleri 117
4.2.3. Giderlerin Tahmin Edilmesi 118
4.2.3.1. Edinen İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi 118
4.2.3.2. Edinilen İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi 119
4.2.3.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi 120
4.2.4. Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması 121
4.2.4.1. Edinen İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması 122
4.2.4.2. Edinilen İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması 123
4.2.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması 124
4.3. AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİNİN BULUNMASI 125
4.3.1. Sermaye Yapısı 126
4.3.1.1. Edinen İşletmenin Sermaye Yapısı 126
4.3.1.2. Edinilen İşletmenin Sermaye Yapısı 126
4.3.1.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Sermaye Yapısı 127
4.3.2. Vergi Oranı 127
4.3.3. Borçlanma Maliyetleri 127
4.3.3.1. Edinen İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması 128
4.3.3.2. Edinilen İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması 128
4.3.3.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması 129
4.3.4. Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması 129
4.3.4.1. Risksiz Faiz Primi 130
4.3.4.2. Beta Kat Sayısının Bulunması 131
4.3.4.2.1. Edinen İşletmenin Beta Katsayısı 131
4.3.4.2.2. Edinilen İşletmenin Beta Katsayısı 132
4.3.4.2.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Beta Katsayısı 134
4.3.4.3. Ülke Risk Primi 135
4.3.4.4 İşletmelerin Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması 136
4.3.4.4.1. Edinen İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması 136
4.3.4.4.2. Edinilen İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması 136
4.3.4.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması 136
4.4. TERMİNAL DEĞER 137

4.4.1. Edinen İşletmenin Terminal Değeri 137
4.4.2. Edinilen İşletmenin Terminal Değeri 137
4.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Terminal Değeri 138
4.5. ŞİRKET DEĞERLERİNİN TESPİT EDİLMESİ 138
4.5.1. Edinen İşletmenin Değerinin Bulunması 139
4.5.2. Edinilen İşletmenin Değerinin Bulunması 139
4.5.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Değerinin Bulunması 142
4.6. UYGULAMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ 144
SONUÇ 150
KAYNAKÇA 156

ÖZET

Çalışma, şirket birleşmeleri ve şirket değerlemesi konularını ele alarak, şirketlerin birleşme öncesi ve birleşme sonrası değerlemelerini incelemektedir. Bu kapsamda çalışma, gerçekleştirilecek değerleme çalışmaları ile birlikte, birleşmelerin finansal açıdan başarı durumu ve bu durumu etkileyebilecek faktörler incelerek, değerlemenin birleşmelerdeki rolünü ortaya koymayı amaçlamaktadır. Belirlenen amaç çerçevesinde Türkiye'de faaliyet gösteren ve borsada işlem gören bir şirketin birleşme örneği ele alınmış, birleşen şirketlerin birleşme öncesi değerlemeleri ile birleşme sonrası ortaya çıkan şirketin değerlemeleri şirkete nakit akımları yöntemi kullanılarak belirlenmiştir. Örnek seçiminde, şirketlerle ilgili bilgilere ve temel verilere erişim durumu dikkate alınmıştır. Bununla birlikte birleşme performanslarının daha doğru ölçülebilmesi açısından, birleşmeye konu olan şirketlerde gerçekleşen başka birleşme işlemi veya kısa zamanda gerçekleşen önemli bir yatırım benzeri şirketlerin finansal durumlarını etkileyebilecek unsurların olmamasına dikkat edilmiştir. Uygulama sonucunda birleşme sonrasında oluşan şirketin değerinin, birleşen şirketlerin birleşme öncesi belirlenen değerleri toplamından yüksek bir değerde oluştuğu belirlenmiştir. Değerde meydana gelen artışın, birleşme dışı faktörler tarafından tetiklenip tetiklenmediği araştırılarak, işletmelerin birleşme yolu ile amaçladıkları faydalara ulaşıp ulaşamadıkları finansal veriler kapsamında ortaya konmuştur.

Anahtar Kelimeler: Şirket, Birleşme, Değerleme

ABSTRACT

This study analyzes the valuation of companies before and after merger by taking into account mergers and valuation subjects. In this context, together with valuation efforts to be done, this study aims to reveal the role of valuation in merger process by examining financial success status of mergers and factors that may affect the success status. Consistent with specified purpose, a merger example of a company, operating in Turkey and traded on the stock exchange, was handled. Valuations of merging companies before and after the merger are specified by using cash flow method. In the sample selection process, accessibility of company information and basic data are taken into account. Companies which have not done any merger so far and have not made recent significant investments are taken into account for the research. As a result of the study, it was found that the value of the company consisted after the merger is greater than the sum of the pre-merger values of the merged companies. It has been revealed in the context of the financial data that whether the increase in value is triggered by non-merger factors and whether or not businesses can reach the desired benefits through merger.

Key Word: Firm, Valuation, Merger

KISALTMALAR

AK	:Artık Kâr
AOSM	:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
CFROI	:Yatırımın Nakit Akım Karlılığı
DD	:Defter Değeri
EK	:Ekonomik Kâr
EVA	:Ekonomik Katma Değer
F/K	:Fiyat / Kazanç
F/NA	:Fiyat / Nakit Akım
F/SO	:Fiyat / Satış Oranı
FAVÖK	:Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FVFM	:Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MBPD	:Mali Borçların Piyasa Değeri
MVA	:Pazar Katma Değeri
NA	:Nakit Akım
ÖPD	:Öz Kaynakların Piyasa Değeri
ÖSNA	:Öz Sermayeye Nakit Akımları
PD	:Piyasa Değeri
ŞSNA	:Şirkete Nakit Akımları
VSNFK	:Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı
YS	:Yatırılan Sermaye

TABLOLAR

Tablo 1: 2003-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alımlar 31
Tablo 2: 2010-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Şirket Birleşmelerinin Ülkelere Göre Dağılımı 32
Tablo 3: 2010-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların Sektörel Dağılımı 33
Tablo 4: Edinen işletmenin Tahmini Büyüme Oranları 114
Tablo 5: Edinilen işletmenin Tahmini Büyüme Oranları 115
Tablo 6: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Büyüme Oranları 116
Tablo 7: Edinen İşletmenin Tahmini Satış Tutarları 117
Tablo 8: Edinilen İşletmenin Tahmini Satış Tutarları 117
Tablo 9: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Satış Tutarları 118
Tablo 10: Edinen İşletmenin Tahmini Giderleri 119
Tablo 11: Edinilen İşletmenin Tahmini Giderleri 120
Tablo 12: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Giderleri 121
Tablo 13: Edinen İşletmenin Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi 123
Tablo 14: Edinilen İşletmenin Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi 124
Tablo 15: Birleşme Sonrası Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi 125
Tablo 16: Faiz Ödeme Gücüne Göre Dereceleme Tablosu 128
Tablo 17: Sektör Betaları 133
Tablo 18: Sektör Kaldıraç Oranları 133
Tablo 19: Edinen İşletme Değerinin Bulunması 140
Tablo 20: Edinilen İşletme Değerinin Bulunması 141
Tablo 21: Birleşme Sonrası İşletme Değerinin Bulunması 142

GİRİŞ

Günümüzde piyasalarda yaşanan genişlemeler ve ülkeler arasında gerçekleşen anlaşmalar ile artan rekabet, birçok konuda işletmeleri yeni arayışlara itmektedir. Küreselleşmenin etkisi ile piyasalarda faaliyet gösteren mevcut rakiplere yeni işletmeler eklenmekte ve yeni teknolojiler ile birlikte piyasada yeni fırsatlar ve tehditler türemektedir. Sürekli değişen bir süreç içerisinde, değişimin gerektirdiği ihtiyaçları rekabet ortamında rakiplerinden geri kalmadan gerçekleştirebilmek adına, şirketlerin esnek hareket edebilme kabiliyetine sahip olma gereksinimi ortaya çıkmaktadır.

Teknolojik değişimler, yeni rakipler, yeni pazarlar gibi faktörler işletmeler açısından birer tehdit olabileceği gibi, aynı zamanda birer fırsat olma niteliği de taşımaktadır. Bu durumun bir tehdit mi yoksa fırsat mı olacağını, işletmenin alacağı kararlar belirlemektedir. Ortaya çıkan yeni durumlara ayak uydurabilmenin iki yolu bulunmaktadır. İşletme ya kendisi inşa ederek, bir başka ifade ile sıfırdan başlayarak, bir oluşum içerisine girecek ya da mevcut olanı bünyesine katarak yeni teknolojilere sahip olacak veya yeni pazarlara girecektir.

Birleşmeler işletmelere yeni pazarlara belli bir bilgi birikimi ve tecrübeye sahip olarak girme imkânı sağlamak ile birlikte yeni teknolojilere zaman kaybetmeden sahip olabilme imkânı da sağlamaktadır. Bunların yanı sıra pazar payını büyütmek veya girdi maliyetlerini düşürmek gibi çeşitli faydalar da sunmaktadır.

Örneğin tedarik zinciri içerisinde gerçekleşecek bir birleşme girdi maliyetlerinin düşmesine imkan sağlayarak, rekabette maliyet avantajı yaratabilirken, aynı sektörde yer alan şirketler arasında bir birleşme, pazar payının artmasına, birim maliyetlerin azalmasına ve satışların artmasına imkan sağlayabilmektedir. Bu durumların dışında işletmelerin riskten korunmak için başka bir sektörde faaliyet

gösteren bir işletme ile yapacakları birleşme de işletmeler açısından riski dağıtarak, belirsizliğin hakim olduğu piyasalarda daha güvende olmalarını sağlayabilmektedir.

İşletmelerin, birleşmelerden beklediği bu temel faydaların elde edilmesi için katlanılacak bir de bedel bulunmaktadır. Bu noktada değerleme kavramı oldukça önem kazanmaktadır. Değerleme ile ilgili dikkat edilmesi gereken iki husus bulunmaktadır. Bunlardan birincisi satın alınacak şirketin değerinin belirlenmesi iken ikincisi birleşme sonucunda elde edilmesi beklenen değerin belirlenmesi olmaktadır.

Değer kavramının, bakış açısına ve ifade ettiği anlama göre değişkenlik göstermesi, farklı amaç ve kriterlere göre yapılması, ortaya birbirinden farklı birçok değerleme yönteminin çıkmasına neden olmaktadır. İşletmenin piyasa değeri, defter değeri, kârı ve nakit akımları gibi birçok kriter farklı bakış açıları nedeni ile çeşitli değerleme yöntemlerinin temellerini oluşturmaktadır.

Birleşmelerden beklenen faydaların belirlenmesi ile birlikte belirlenen amaca uygun değerleme yönteminin seçilmesi son derece önem kazanmaktadır. Bunun en önemli sebeplerinden birisi de satın alınacak şirketin değerinin, belirlenecek yöntemlere göre farklılıklar gösterebilmesidir. Yüksek oranda fayda sağlayabilecek bir şirket, belirlenecek yöntem sonucunda düşük değerlenebilmekte ve bu düşük değerleme sonucunda, şirket için talep edilen fiyatın değere oranla yüksek kalması ile birleşme işleminden vazgeçilebilmektedir. Bir başka ihtimal ise düşük oranda fayda sağlayabilecek bir şirket, belirlenecek yöntem ile yüksek bir değerleme sonucuna ulaşabilmekte ve gerçekleşen birleşme sonrası başarısızlık ortaya çıkabilmektedir.

Şirketlerin, birleşmelerden genel olarak beklentisi maliyet avantajı sağlamak ve pazar payı ile birlikte satışlarını arttırmaktır. Beklentiler geleceğe dönük ve uzun vadeli olmaktadır. Bu sebeple belirlenecek değerleme yöntemi de bu beklentilere göre şekillenmelidir. Bugüne ait veriler veya geçmiş veriler esas alınarak yapılacak bir değerleme, işletmenin gelecek beklentilerini yansıtmamış olacaktır. Geleceğe yönelik olarak işletmelerin yaratacağı nakit akımları, birleşmelerden beklenen faydaların daha doğru değerlendirilebilmesi açısından önem kazanmaktadır.

Birleşme sürecinde satın alınacak hedef şirketin, nakit yaratma potansiyeli açısından değerlemeye alınması ile bulunan değer, işletme açısından alım kararına yol gösterici olmaktadır. Belirlenen değer, çeşitli varsayımlar eşliğinde yapıldığından, kesin bir sonucu ifade etmemekte fakat işletmelere yol gösterici nitelik taşımaktadır. Satın alınacak işletmenin değerlemesi ile birlikte, işletmenin birleşme sonucu oluşacak durumu da göz önüne alması, verilecek birleşme kararı açısından faydalı olabilmektedir. Birleşme sonrasında oluşacak duruma ait beklentiler ve sağlanması beklenen faydalar ışığında, birleşme sonrası duruma ilişkin şirketin başka bir değerleme daha yapması, verilecek karar açısından ikinci bir yol gösterici gösterge olabilmektedir.

Çalışma, gerçekleştirilecek değerleme çalışmaları ile birlikte, birleşmelerin finansal açıdan başarı durumu ve bu durumu etkileyebilecek faktörler incelenerek, değerlemenin birleşmelerdeki rolünü ortaya koymayı amaçlamaktadır. Çalışmada, gerçekleşen bir birleşmenin, birleşmenin türü ve beklenen faydalar açısından, başarısı ve sonuçları irdelenecektir. Gerek sık kullanılması gerekse de birleşmelerden beklenen faydaları dikkate alarak, birleşme sonrası oluşan durumu daha doğru ifade edebilmesi nedeniyle şirketlerin değerlemesi, şirkete serbest nakit akım yöntemi kullanılarak gerçekleştirilecektir.

Birleşme öncesi satın alan ve satın alınan şirketler mevcut durumları ve bulundukları sektör, içinde oldukları ekonomik veriler gibi çevresel bilgiler ile ele alınarak çeşitli varsayımlar eşliğinde değerleme sürecine sokulacak ve değerleri tespit edilecektir. Birleşme sonucu oluşan şirketin de aynı değerleme kriterleri sonucunda değeri tespit edilerek şirketlere ait tespit edilen değerler kıyaslanacak ve birleşmenin başarısı irdelenecektir. Sürece etki edebilecek başka etmenlerin varlığı araştırılarak ortaya konulacaktır.

Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde şirket birleşmeleri ele alınarak, şirket birleşmelerinin türleri, şirketleri birleşmeye iten nedenler, birleşmelerin başarısını etkileyen faktörler, birleşme süreci ve şirket birleşmelerinin tarihsel gelişim süreci incelenecektir.

İkinci bölümde değerleme ele alınarak, değer kavramı ve muhasebe literatüründe yer alan başlıca değer kavramları incelenmiş, değerlemenin hangi amaçlar ile gerçekleştirildiği belirlenmiş, değerleme ile ilgili görüşler ve değerlemede yapılan hatalar belirtilerek değerleme türlerine yer verilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, dördüncü bölümde gerçekleştirilecek uygulamaya ön hazırlık olması açısından, uygulanacak yöntem olarak belirlenen şirkete serbest akım yöntemi ele alınacak, bölümde nakit akımlarının nasıl hesaplandığı, iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin nasıl belirlendiği ve terminal değerin nasıl bulunduğu ele alınacaktır.

Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde ise gerçekleşen bir birleşme örneği ele alınarak edinilen, edinen ve birleşme sonucu ortaya çıkan şirketin değerlemesi yapılacak, yapılan değerleme işlemine ait bilgiler ve varsayımlar ile birlikte değerleme süreçleri açıklanacak ve değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMESİ KAVRAMI VE GENEL BAKIŞ

Şirketler, rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilmek veya büyüyerek konumlarını garantiye almak için kârlarını maksimize etme yolları aramaktadır. Kârını maksimize etmek isteyen şirketler, bu amaçlarında başarı sağlamak için öncelikli olarak ana gelir kalemi olan satış gelirlerini, ürün fiyatı veya satış hacmi üzerinden, arttırabilme yeteneğine ve maliyetlerini kontrol altına alarak azaltabilme yeteneğine sahip olmayı hedeflemektedir.

Geleneksel bakış açısıyla ürün maliyetine belli bir kâr marjı ekleyerek satış fiyatı belirlemek, ilk akla gelen yol olsa da sektör içerisinde aynı veya benzer ürünü satan rakipler, belirledikleri fiyatlar ile şirketin ürününe olan talebin azalmasına yol açabilmektedir. Rakiplerin yarattığı rekabetin sonucu olarak fiyat, şirket tarafından belirlenmekten ziyade piyasa tarafından belirlenen bir unsur haline gelmektedir.

Ürün satış fiyatının piyasa tarafından belirlenmesi, şirketlere istedikleri kâr marjlarına ulaşma konusunda baskı yapmaktadır. Bu durum ile birlikte kârı etkileyen bir diğer unsur olan maliyetler, şirketler açısından önem kazanmaktadır. Maliyetler üzerinde değişiklik yapmak, fiyatı belirleyemeyen şirketler için, istenilen kâr marjını yakalamak açısından hayati bir hal almaktadır. Pazardaki paylarını kaybetmemek için en az rakipleri kadar kaliteli ürün sunmak zorunda olan şirketler, ürünlerinde değişiklikler yapmak, tedarikçileri ile olan ilişkilerini güçlendirmek ve üretim hacmini genişleterek birim maliyetlerini düşürmek gibi çeşitli yöntemler ile maliyetleri düşürmeye çalışmaktadır. Diğer yandan satış hacmi ise tamamen şirketin içerisinde bulunduğu pazar ve bu pazar içerisinde şirketin sahip olduğu pazar payı ile ilgilidir. Şirketler, pazar payını arttıracak faaliyetler gerçekleştirerek veya yeni pazarlar keşfederek satış hacmini arttırabilmektedir.

Şirketler var olmak ve büyümek için bu tür çalışmalar yürütürken, rakipleri de mevcut pozisyonlarını korumak ve geliştirmek için aynı mücadeleyi vermektedir. Sınırlı kaynaklar ve her geçen gün yeni rakiplerin pazara girmesi rekabeti günden güne yoğunlaştırmaktadır. Artan rekabet sonucunda, piyasada yaşanan değişikliklere uyum sağlamak ve hızlı bir şekilde reaksiyon vermek önem kazanmaktadır.

Ticaretin serbestleştirilmeye başlanmasının ardından Avrupa Birliği ve Dünya Ticaret Örgütü gibi bölgesel ve küresel düzeyde faaliyet gösteren örgütlenmeler, uluslararası boyut taşıyan mal ve hizmet piyasalarının önünü açarak küreselleşmenin hız kazanmasına neden olmuştur. 1970'lerde çok uluslu şirketlerin ön plana çıkması ile ayrı bir boyut kazanan küreselleşme hareketi 1980'lerde teknolojinin gelişmesi, bilgiye ulaşımın kolaylaşması ve iletişim devrimi ile iyice ivme kazanmıştır (Sarıca, 2008: 52).

Ticari sınırların kalkması, şirketlerin ürünlerini sunacakları pazarların genişlemesine, bununla birlikte rakip sayılarının da artmasına sebep olmaktadır. Kendi ülkelerinde önemli bir pozisyona sahip şirketler, ticari sınırların da kalkmasının etkisi ile karşılarında yeni rakipler bulmakta ve birden bire pazar güçlerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Gelişen ve hızla değişen dünyada yoğun rekabet ortamı ile karşı karşıya kalan şirketler, bu rekabet içerisinde ayakta kalabilmek ve değişime ayak uydurabilmek için çeşitli arayışlara girmektedir.

Bu durum karşısında şirketler, kendi iç kaynaklarını kullanarak ya da diğer şirketler ile işbirliği yaparak büyüme hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadır. Dış büyüme, içerdiği birçok avantaj sebebiyle daha fazla tercih edilmektedir. Dış büyüme yöntemleri arasında en yaygın kullanılan yöntem ise şirket birleşmeleridir. Birleşmeler, özellikle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren etkin olmayan ve küçük şirketlerin birleştirilmesi ve zor zamanlar geçiren şirketlerin ekonomiye tekrardan kazandırılması açısından önemli bir yöntemdir. (Öndeş, 2007: 300) Birleşmeler, şirketlerin kendi iç kaynakları ile büyümesine oranla daha hızlı ve bazen daha güvenlidir (Bierman, 2010: 292).

Birleşme kavramı, ayrı iken tek bir bütün durumuna gelmek anlamını içermektedir. Bu ifade neticesinde dar kapsamda şirket birleşmeleri, iki veya daha fazla şirketin tek bir bütün durumuna gelmesi olarak tanımlanırken, geniş tanımıyla iki veya daha fazla şirketin faaliyetlerinin hukuksal ve ekonomik açıdan biraya getirilmesi veya işbirliğine gitmeleri olarak tanımlanmaktadır (Akay, 1997: 12).

Birleşmelerde her iki şirketin de tüzel kişilikleri sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilikte faaliyet gösterilebileceği gibi, bir şirketin tüzel kişiliği devam ederken diğer şirketin tüzel kişiliği sona erdirilebilmektedir. Bazı durumlarda hedef şirketin hisselerinin önemli bir bölümü satın alınılarak, satın alma yoluyla birleşme gerçekleştirilmektedir (Aydın N., 2004: 194).

Şirketler birleşme yoluyla yeni pazarlara yelken açabilmekte, mevcut pazar içerisinde konumlarını koruyabilmekte, güçlendirebilmekte veya tedarik zinciri içerisinde yer alan şirketler ile birlikte maliyet avantajı sağlayarak rekabet karşısında ayakta kalabilmektedirler.

Tekelleşmeye yol açabileceği iddia edilen şirket birleşmeleri küçük şirketler için tekel oluşmasını engelleyebilecek bir yöntem olarak da kullanılabilmektedir. Pazarda güçlü konumda olan büyük şirketlere karşı, küçük şirketler birleşme yoluna giderek güçlerini birleştirebilmekte ve ayakta kalabilmektedir. Birleştikleri takdirde elde edecekleri faydalar, tek başlarına elde edebilecekleri faydalar bütününden daha fazla olabileceğinden birleşmeler avantajlı olabilmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde şirketleri birleşmelere yönlendiren nedenler, bu nedenler ve belirlenen stratejiler sonucunda şirketlerin uygulayabilecekleri birleşme türleri, birleşme süreci sırasında birleşmelerin başarısını etkileyen faktörler, geçmişten bugüne gerçekleşen birleşme işlemleri ve etkileri bakımından birleşmelerin tarihsel gelişimi ve şirket birleşme süreci incelenecektir.

1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

Rekabetin artması ve gelişen teknoloji ile sürekli değişim gereksinimi şirketleri hızlı hareket etmeye zorlamaktadır. Şirketler kendi olanakları ile bu reaksiyonu gösterebilseler de yapılacak yatırımlar uzun sürmekte veya geri kazanımları zaman almaktadır. Birleşmelerin temelinde hızlı bir şekilde büyüme isteği yatmaktadır.

Pazar payını yükseltmek, üründe farklılaşmayı sağlamak, maliyetleri azaltmak ve verimliliği arttırmak gibi kâr maksimizasyonu amacıyla yapılabilecek tüm çalışmalar birleşme nedenleri içerisinde yer almaktadır. Şirketlerin yapıları, büyüklükleri bulundukları sektörün durumu, küreselleşmenin hız kazanması ile ekonomiden etkilenme düzeyleri ve teknolojiden faydalanma düzeyleri gibi bir çok etken farklı stratejilerin geliştirilmesine ve oluşmasına sebep olmaktadır.

Nispeten küçük olan şirketler rekabeti dengelemeye çalışırken, büyük işletmeler ise dengeyi kendi lehlerine bozma eğilimi göstermektedir. Bazı sektörlerin büyüme potansiyelini fark eden şirketler yeni pazarlara var olan bir bilgi birikimi ve tecrübe eşliğinde girmek isterken, bazıları ise yeni pazarlara sektörel durgunluklardan korunmak amacıyla girmek istemektedir. Şirketler her ne kadar kendi istekleri ile bu tür stratejiler gerçekleştirseler de bulundukları sektör, ekonomi ve teknolojilerin sürekli gelişmesi de şirketleri yeni stratejiler belirlemeye itmektedir.

Birçok durumda belirli bir sanayi içinde birleşme ve satın almalar, anahtar bir eğilim tarafından tetiklenmektedir. Bu anahtar eğilimler (Sherman ve Hart, 2006: 3);

- Hızlıca değişen teknolojiler, (ileri teknoloji gibi)
- Sert rekabet, (banka ve telekomünikasyon sektörü gibi)
- Değişen müşteri tercihleri, (yiyecek içecek sektörü)
- Maliyetleri kontrol etme baskısı, (sağlık sektörü)
- Talepte gerçekleşen azalmalar olarak sıralanmaktadır.

Eğilimlerde meydana gelen bu tür değişimler, şirketleri piyasaları doğru analiz etmeye ve bir o kadar da bu değişime çabuk tepki vermeye itmektedir. Yeni bir talep yeni bir ürünü, yeni bir ürün yeni bir sektörü ve yeni bir sektör yeni fırsatları

meydana getirebilirken beraberinde var olan bir sektörün de zayıflamasına sebep olabilmektedir. Bu noktada şirketleri birleşmeye yönlendiren, kısa vadeli veya uzun vadeli bir çok farklı neden bulunmaktadır.

Literatür incelenirken şirketleri birleşmelere yönelten birçok nedeninin farklı açılardan ele alındığı ve değerlendirildiği belirlenmiştir. Bu nedenlerin bazılarının farklı isimler ile tanımlandığı bazılarının da birbirlerinin içerisinde değerlendirmeye alındığı görülmüştür. Bu çalışmada birleşme nedenleri;

- Vergi avantajı sağlama
- Finansal nedenler
- Pazar payını arttırma isteği
- Teknolojik değişmeler
- Düşük değerlenmiş varlıkları alma isteği
- Yönetici davranışları
- Çeşitlendirme
- Sinerji

olmak üzere sekiz başlık altında incelenecektir.

1.2.1. Vergi Avantajı Sağlama

Vergi korumasını değerlendirebilmek, kaldıraç oranından ve diğer vergi avantajlarından yararlanabilmek açısından birleşmeler, şirketler için çekicilik arz etmektedir (Devos vd 2009: 1183). Vergi borcu olan bir şirket, kârlı bir şirketi satın alabilmekte veya kârlı bir şirket, vergi borcu olan bir şirketi vergi avantajını kullanmak için satın alabilmektedir (Bierman, 2010: 292). Bu gibi durumlarda, şirketlerin birleşme yolu ile vergilerini azaltabilecekleri ve vergi avantajı sağlayabilecekleri, kurumsal ve hissedar bazda, birkaç yol bulunmaktadır (Auerbach ve Reishus, 1987: 71). Birleşmelerden doğan olası vergi kazançlarının ortaya çıkabileceği durumlar kısaca şu şekilde belirtilmiştir (Çelik, 1999: 45):

- Net faaliyet zararı olan şirket ile birleşme: Birikmiş zararları olan işletmeler ile kâr eden işletmelerin birleşmesi sonucunda kazanılan kâr üzerinden vergi ödemeyecek olması durumu
- Kullanılmayan borçlanma kapasitesinin kullanılması

- Amortisman ayırmadan kaynaklanan vergi avantajları: daha fazla amortismana tabi varlık elde etmenin sonucunda amortisman giderleri vergilendirilebilir kazancı azaltmaktadır.
- Serbest nakit akımlarının kullanılması: serbest nakit akımlarını kullanarak başka bir şirket ile birleşen şirketin, birleşmeden doğan kârın vergilendirilmesinin ertelenmesi bazen de hiç vergilendirilmemesi şirket birleşmelerini özendirmektedir.

1.2.2. Finansal Nedenler

Büyüyen işletmeler veya büyümek için atılım yapmak isteyen işletmeler yatırım yapabilmek için kaynağa ihtiyaç duymaktadır. İstenilen yatırımı karşılayacak kaynak, ya işletme içinden dağıtılmayan kârlardan ya da dışarıdan alınacak borçlardan sağlanabilmektedir. İşletmelerin borçlanmaları, borçları ödeyememeleri durumunda kendilerini iflasa sürükleyebileceğinden, işletmeler açısından riskli bir durum ortaya çıkarmaktadır. Aynı zamanda bazı işletmelerin finansal yapıları, borç verenler tarafından riskli görülerek, borç almak için uygunluk göstermeyebilmektedir. Bu durumda işletmeler daha uygun bir tablo oluşturabilmek açısından duruma uygun bir işletme ile birleşme kararı alabilmektedir (Çelik, 1999: 33-35).

Yatırım için gerekli kaynağı dış kaynaklardan sağlamak isteyen şirketler, nakit kullanımı verimli olmayan ve elinde nakit bulunduran şirketler ile birleşerek, efektif kullanılmayan bu nakdi değerlendirmek isteyebilmektedir. Yatırım kararı alamayan veya yatırım konusunda yetersiz kalan bir şirket, yatırım yapmak isteyen fakat yeterli kaynağa sahip olmayan bir şirket ile birleşerek birbirlerinin eksiklerini kapatabilirler. Böylelikle yatırım yapmak isteyen şirket gerekli olan kaynağı daha az bir maliyetle elde etmiş olacaktır.

Bu yönü ile birleşmeler, kaynakları düşük performans gösterenlerden ihtiyacı olanlara aktarmak için önemli bir araçtır. Hatta ekonominin sıkıntılı dönemlerinde hükümetler, birçok şirketin iflas etmesine izin verirken, başarısız olmak için fazla büyük olan, ekonomi üzerinde büyük etkisi olan, bazı şirketlerin iflas etmesine izin

vermeyerek bu şirketleri kurtarma kararı alabilmektedir. Birleşik Devletlerde AIG örneği gibi (DePamphilis, 2010: 1-2).

1.2.3. Pazar Payını Arttırma İsteği

Yeni bir ülkeye yatırım yapacak şirketlerin amacı kendi ülkelerindeki tesislerden ithalat yoluyla yatırım yapacakları ülkenin pazarına girmek ya da edinilen yerel şirketin yönetimini, dağıtım kanallarını, üretim tesislerini ve markalarını elde ederek hazır bir pazardan yararlanmaktır. Pazara hükmetmek de bu kapsamda ele alınmaktadır. Rakiplerin satın alınması yoluyla şirketler tekel, duopoli, veya oligopoli oluşturup, pazara hükmederek rekabeti azaltmayı düşünebilmektedir (Öndeş, 2007: 309).

Bir diğer yönden de birleşme işlemleri, bir şirketin kurumsal kimliğini değiştirme amacıyla da gerçekleşebilmektedir. Satın alınan şirket, satın alanın kurumsal kimliğini kendi seviyesine çekebileceği gibi satın alan şirkette satın aldığı şirketi kendi seviyesine çıkarmayı amaçlayabilmektedir. Video oyun şirketi Infogrames şirketinin 2003 yılında eski fakat ünlü Atari şirketini satın alması, bir anda dünya çapında tanınmasına sebep olmuştur (Sherman ve Hart, 2006: 7). Bu şekilde marka değeri yaratarak pazar payını genişletme stratejisi de uygulanabilmektedir.

Aynı zamanda sektörde yer alan iki büyük şirketin birleşmesi rekabeti düşürmektedir, bu durum şirketlere ürün için belirleyeceği fiyatı arttırabilme ve tedarikçilerden alacakları kaynakların maliyetlerini düşürebilme imkanı sağlayabilmektedir. Birleşmenin bu kazanımı tartışmaları ortaya çıkarmış ve düzenleyicilerin açıkları kapatmak için düzenleme yapmalarına sebep olmuştur (Devos vd 2009: 1184). Pazar gücünün yükseltilmesi veya başka bir tanımla rekabetin azaltılması şirketler için olumlu olarak değerlendirilse de tüketiciler açısından olumsuz bir durum oluşturmaktadır. Bu sebeple tüketicileri korumak adına düzenleyiciler, özellikle bu neden çerçevesinde gerçekleştirilen birleşmeleri, çeşitli kanunlar ve düzenlemeler ile engelleyebilmekte veya birleşmelere sınır koyabilmektedir.

1.2.4. Teknolojik Değişmeler

Teknolojik gelişmeler yeni ürünler ve yeni pazarlar yaratmaktadır. Örneğin uçağın gelişimi ile birlikte havayolu taşımacılığı, havacılık elektroniği ve uydu endüstrileri oluşmuştur. Uydunun kablo ağı ile birlikte bölgesel ve yerel istasyonlara ulaştırılması durumunun ortaya çıkması ile birlikte kablo endüstrisi büyük bir büyüme göstermiştir (DePamphilis, 2010: 8). Hava taşımacılığının gelişmesi bazı sektörlerin gelişimini hızlandırdığı gibi tam tersi bir etki ile karayolu ve tren yolu taşımacılığı gibi bazı sektörleri de olumsuz etkilemiştir. Bu sektörlerde gelişim hız kaybetmiştir. Değişimlerin sektörlere etkisi keskin olabilmektedir, bu nedenle bir sektörde tehditler oluşurken başka bir sektörde fırsatlar ortaya çıkmaktadır.

Ürün yaşam döngüsünün de kısalması ile birlikte şirketler, teknolojiye ayak uydurmak ve yenilik yapmak için gerekli olan zamanı ve kaynağı bulmakta zorluk çekebilmektedir. Birleşmeler, yeni ürünler için gereken teknolojiyi daha hızlı ve hatta daha ucuza alabilmeleri, hatta yeni işlere atılabilmeleri açısından, şirketlere çekici hale gelmiştir (DePamphilis, 2010: 9). İşletmeler, patent, lisans, know-how gibi değerli sınai haklara sahip olabilmek için bu haklara sahip işletmeler ile birleşme yoluna gidebilirler (Akay, 1997: 18).

1.2.5. Düşük Değerlenmiş Varlıkları Alma İsteği

Özellikle enflasyonun bir sonucu olarak varlıkların güncel değerlerinin defter değerlerine oranla yüksek olması ve işletme bilançosunda varlıkların tarihi değerleri ile yer almaları neticesinde varlıkların düşük değerlenmesi durumu ortaya çıkmaktadır. Bu durum özellikle 1970'lerde gerçekleşen birleşmelerin en önemli nedenlerinden biri olarak gösterilmektedir. Şirketler büyüme ile ilgilenmekte, bu sebeple yeni tesis ve ekipman için yatırım yapmakta ya da birleşme yoluyla piyasa değeri, yerine koyma maliyetinden düşük varlıkları elde etme yoluna gitmektedir. Yüksek enflasyon, varlığın yerine koyma maliyetinin her daim varlığın defter değerinden daha yüksek olmasına sebep olmaktadır. Defter değeri şirketin bilançosunda yer alan varlıkların değerini ifade etmektedir ve şimdiki değerleri yerine tarihsel değerlerini yansıtmaktadır (DePamphilis, 2010: 9-10).

Defter değerinin düşük kalmasının yanı sıra, marka sadakati ve müşteri ilişkileri gibi bilançoda şerefiye olarak ifade edilen ve maddi olmayan varlıklar içerisinde yer alan varlıkları, şirketler sıfırdan oluşturmaya çalışmaktansa satın alma yolu ile elde etmeyi de düşünebilirler. Şerefiye oldukça büyük bir öneme sahip olsa da şirketlerin bilançolarına yeterli düzeyde yansıtılamamaktadır. Deneyimli satın alımcılar, uzun zamandır şirket ile çalışan müşterilerin ve stratejik ilişkilerin anlaşma yoluyla devralınmasının, makine ve stokların devralınmasından daha önemli olduğunu bilmektedir (Sherman ve Hart, 2006: 8).

1.2.6. Yönetici Davranışları

Yöneticiler, prestijlerini yükseltmek, nüfuz alanlarını arttırmak, tazminatlarını arttırmak veya kendilerini korumak gibi bencilce sebeplerden dolayı birleşme ve devralma gerçekleştirebilmektedir (DePamphilis, 2010:). Ekonomik nedenlerin yanı sıra kişilerin kendilerini gösterme, daha büyük organizasyonları yönetme, korku, demode olma kaygısı gibi psikolojik nedenler birleşme kararlarında etkili olmaktadır (Akay, 1997: 19).

Ekonomik nedenlerin yanı sıra zaman zaman psikolojik etmenler birleşmelerde önemli bir rol almaktadır. Yöneticinin yeteneklerini etrafa gösterme arzusu, daha büyük bir şirketi yönetme arzusu gibi duygular birleşme kararlarında etkili olmaktadır. Bu durum dışında örgüt yapıları eskiyen şirketlerde bürokratik geleneklerin yerleşmesi, sistemde katılığın artması, kişisel üretkenliğe ve girişim gücüne daha az önem verilmesi gibi durumların oluşması sonucunda şirketler değişen koşullara uyum sağlayamayan ve esnekliği azalan organizasyonlar haline gelebilmektedir. Bu gibi durumlarda bazı yöneticiler organizasyonu yenilemek ve yeni kan aşılamak adına birleşmeyi tercih edebilmektedir (Öndeş, 2007: 306).

1.2.7. Çeşitlendirme

Birleşmeler, yeni bir pazara girmek, yeni bir üretim hattı eklemek veya dağıtım kanallarını arttırmak için en etkili ve verimli yollardan biridir. 2009 yılında Disneyin

Marveli satın alarak, kendisine yeni iletişim kanalları ve ürün geliştirmesi kazandırması buna bir örnektir (Sherman ve Hart, 2006: 3).

Çeşitlendirmenin amacı riskin azaltılmasıdır. Bütün yumurtaların aynı sepete konmaması riski azaltacaktır (Bierman, 2010: 291). Çeşitlendirme, riskten kaçmak isteyen birçok işletme için birleşme kararında belirleyici faktördür. Dönemsel dalgalanmalara değişken tepkiler gösteren işletmeler, dönemsel dalgalanmaların yaşanmadığı sektörlerde yer alan veya dönemsel dalgalanmalardan etkilenmeyen işletmelerden biri ile belli düzeyde bir istikrarı sağlamak ve yüksek riskli işletme olarak değerlendirilmemek için birleşmeyi tercih edebilmektedir. Aynı zamanda, yeni pazarlara girmenin oluşturacağı belirsizlikleri ortadan kaldırmak için girilecek pazarda yer alan bir işletme ile birleşmek riski azaltmaktadır (Çelik, 1999: 40-41).

Çoğu şirketi birleşmeye iten sebeplerden biri de riski ve maliyeti yayma ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Aşağıda yer alan bazı sektörler bu sebebe örnek gösterilebilmektedir (Sherman ve Hart, 2006: 7).

- Gelişen yeni teknolojiler, (telekomünikasyon ve havacılık vb. sektörler)
- Yeni medikal keşifler üzerinde yapılan araştırmalar, (tıbbi cihaz ve eczacılık vb. sektörler)
- Enerji kaynaklarına ulaşım sağlamak. (gaz ve benzin keşif ve sondaj vb. sektörler)

Günümüzde aynı ürünle ve aynı pazarda büyümenin çeşitli risk ve zorlukları bulunmaktadır. Bu sebeple şirketler birleşme yoluyla kendilerini bu risklerden korumak için çeşitlendirmeye giderler. Hızlı büyüme isteyen ve kendi iç kaynakları ile bu hedefe ulaşma imkanına sahip olmayan işletmeler açısından, birleşme yolu ile çeşitlendirme yapmak iyi bir çözüm olabilmektedir (Öndeş, 2007: 309). Aynı şekilde mevsimsel veya konjektürel trendlerden etkilenen şirketler rekabetçi kalabilmek ve bu değişimleri dengeleyebilmek için birleşme ve satın alma yoluna gidebilmektedir (Sherman ve Hart, 2006: 7).

1.2.8. Sinerji

Sinerji, 1 ile 1 in toplanması sonucunda 2 den daha büyük bir değerin bulunduğu bir süreçtir. İki şirketin birleşmesi ile birlikte (Bierman, 2010: 291-292);

- Bir şirket kötü yönetime sahip, diğeri iyi yönetime sahipse yönetimin verimi arttırılabilmekte,
- Bir şirket, başka bir şirket tarafından daha efektif kullanılabilecek maddi veya maddi olmayan varlıklara sahip olabilmekte,
- Yatay birleşme yoluyla rekabet azaltılarak market payı arttırılabilmekte,
- Dikey birleşme sonucunda ürün entegrasyonu ile işletme verimliliği arttırılabilmekte,
- Hizmet tesisleri ve organizasyonun ortak kullanımı ile tekrarın ortadan kaldırılmasını sağlanabilmektedir.

Birleşme sonucunda oluşabilecek pazarlama kazançları, stratejik kazançlar ve pazar gücü gibi unsurlar, birleştikten sonra oluşacak şirketin ayrı ayrı iki şirketin toplamından daha fazla gelir elde etmesini sağlayabilmektedir (Çelik, 1999: 55).

Aynı zamanda işletme sinerjisi, hissedarların servetlerini arttırmak için önemli bir etken olabilecek ölçek ve kapsam ekonomilerini kapsamaktadır. Verimdeki kazanımlar, bu iki faktör ve gelişmiş yönetim uygulamalarından gelmektedir (DePamphilis, 2010:4). Ölçek ekonomileri, üretim boyutuyla ortalama maliyetleri düşürürken, kapsam ekonomileri de tamamlayıcı olarak malların, toplu üretimi ile tek tek üretim maliyetinden daha az birim maliyete üretim gerçekleştirilmesini sağlamaktadır.

Ölçek ve kapsam ekonomileri, dağıtım kanalları, pazar paylaşımı, yönetim ve teknoloji gibi alanlarda ortaya çıkabilmektedir. İki şirketin yönetimi, dağıtım kanalları, üretim tesisleri, pazarlaması, teknolojik birimi ve finansman fonksiyonu birlikte kullanılarak birim maliyetlerde azalış sağlanabilmektedir. Üretim, finansman, reklam gibi işletme departmanlarına ilişkin giderlerin artması halinde ölçek ekonomileri, farklı ürünlere ayrı birimler yerine ortak bir birim ile hizmet verilmesini sağlayarak, sinerji etkisi oluşturmaktadır. Birleşmeler, işletmelere büyük ölçekte

faaliyet gerçekleştirme avantajı sağlayarak, makine ve gereçlerin daha verimli kullanılmasını ve atıl üretim araçlarının üretime dâhil olmasını sağlayabilmektedir. ARGE projeleri şirket ölçekleri sebebiyle maliyetli olabilirken, birleşme sonrasında ölçeğin büyümesinin de etkisi ile birim maliyet açısından uygun bir hal alabilmektedir (Öndeş, 2007: 304-305).

Tüketici ürünleri devi Procter & Gamble şirketi, sahip olduğu yüksek müşteri pazarlama yeteneğini eczacılığa ait ürünlerin beraberinde çeşitli kişisel bakım ürünleri satmak için kullanmaktadır. İçten yanmalı motorlar konusunda uzman şirket olan Honda, arabalara ek olarak motorsikletler, çim biçme makinaları ve kar atma makinalarını geliştirmektedir. Citigroup aynı bilgisayar merkezini kullanarak kredi başvurularını, mevduat hizmetlerini, yatırım işlemlerini ve yatırım fonu hesap işlemlerini müşterilerine aynı merkez üzerinden sunmaktadır. Bu şirketlerin hepsi kapsam ekonomilerine örnektir, kapsam ekonomileri ile şirketler belli yetenek ve varlıklarını farklı ürünler için kullanmakta ve gelir üretmektedir (DePamphilis, 2010:5).

1.3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TÜRLERİ

Birleşmeler aynı sektör içerisinde yer alan şirketlerin bir araya gelmesi ile olabileceği gibi farklı hedefler doğrultusunda birbiri ile ilişkisi olmayan sektörlerden şirketlerin bir araya gelmesi veya birbirini etkileyen sektörler arasında gerçekleşmesi de mümkün olmaktadır. Şirketlerin birleşmeyi seçme nedenleri birleşme türlerinin farklılaşmasına yol açmaktadır. Şirket birleşmeleri çeşitli kaynaklarda yatay, dikey, karma, karışık ve küme gibi farklı başlıklar altında incelemeye alınmıştır.

Bu başlıklar içerisinde tedarik zincirinin alttan yukarıya dikey bir yol izlemesi sebebiyle tedarik zincirinde gerçekleşen birleşmelere dikey, birbiri ile rekabet halinde olan ve alt üst ilişkisi olmayan aynı sektördeki birleşmelere ise yatay birleşmeler adı verilmekte ve bu başlıklar altında incelenmektedir. Şirketlerin birbirleri ile konumsal ilişkileri ele alınarak yapılan bu yönsel sınıflandırma, birbirine rakip olmayan ve başka sektörlerde yer alan şirketler için yetersiz kaldığından karma, küme veya karışık gibi ifadeler kullanılmaktadır.

Bir şirket rakip sayısını azaltmak ve pazar payını arttırmak amacıyla kendi sektöründe yer alan başka bir şirket ile birleşebileceği gibi faaliyet konusunun dışında başka bir şirket ile çeşitlendirme amacıyla birleşebilmektedir. Ürününün maliyetini azaltmak veya kalitesini arttırmak için tedarik zincirinden bir şirket ile birleşebileceği gibi ürününü farklılaştırabilecek ve iki farklı ürünü tek bir üründe toplayabileceği bir şirket ile birleşmeyi gerçekleştirebilmektedir. Birçok farklı neden olsa da birleşme türleri ürün ve pazar olmak üzere iki temel unsur ekseninde şekillenmektedir.

Birleşmelerden etkilenen sadece birleşmeye konu olan şirketler değildir, şirketlerin yer aldığı sektörde bu birleşmelerin etkilerini yaşamaktadır. Rakipleri hedef alarak, rekabet içerisinde olduğu şirketi satın alıp rakip sayısını azaltmak ve pazar payını daha da arttırmak sektörün dengelerini doğrudan etkilemektedir. Tedarik zinciri içerisinde yer alan bir şirket ile birleşerek maliyetleri azaltmayı amaçlayan bir şirket doğrudan olmasa da zamanla maliyetlerin azaltılması ile birlikte rakiplerine fiyat baskısı yaparak dolaylı olarak sektörü etkilemektedir. Bulunduğu faaliyet alanının dışına çıkarak başka faaliyet alanlarına birleşme yolu ile giren şirketler ise hem girdikleri hem de var oldukları sektörleri diğer birleşmelere nazaran çok daha az etkilese de riski dağıtmaları veya büyüyen bir sektöre girerek güç kazanmaları sebebiyle uzun vade de sektörlerindeki dengeyi etkilemektedir.

Bu başlık altında şirket birleşmeleri; yatay birleşme, dikey birleşme ve karma birleşme olmak üzere üç tür olarak ele alınacaktır.

1.3.1. Yatay Birleşmeler

Yatay birleşmeler, aynı sektör içerisinde yer alan iki şirketin birleşmesini içermektedir (DePamphilis, 2010:14). Bu tür birleşmeler şirketlerin, pazar paylarını arttırmalarına ve rakip sayılarının azalmasına neden olmaktadır (Çelik, 1999:19). Birleşmeler üzerine yapılan araştırmalar ışığında en yaygın olan birleşme türünün yatay birleşme olduğu görülmektedir.

Diğer birleşme türlerine nazaran, rekabeti sağlayan en temel unsur olan rakip kavramını hedef alması ve birleşme sonucunda piyasada faaliyet gösteren rakip sayısının azalmasına sebep olması, tekelleşme korkusunu yaratmaktadır. Yatay birleşmeler, rekabeti ortadan kaldırıp, sektör hâkimiyetinin tek bir şirkete geçmesine imkân sağlayabileceği gibi, aynı zamanda küçük şirketlerin bir araya gelerek güçlerini birleştirmelerine ve bunun sonucunda sektörde güçlü bir şirketin gücü karşısında daha güçlü yer alabilmeleri bakımından, rekabetin oluşmasına da imkân sağlayabilmektedir.

Finansal hizmet sektöründe yer alan Katar Ulusal Bankasının Finansbankı satın alması, Bilişim sektöründe yer alan Delivery Hero şirketinin Yemeksepeti.com u satın alması yatay şirket birleşmelerine verilebilecek bazı örneklerdir.

İşletmelerin yatay birleşmelerden bekledikleri başlıca yararlar (Akay, 1997:19):

- Kaynakların etkin kullanımı,
- Üretimde uzmanlaşma ve maliyet tasarrufu,
- Dağıtım kanallarında avantaj sağlama,
- Teknoloji ve diğer konularda işbirliği,
- Rekabetin azaltılması,

şeklinde belirtilebilir.

Bahsedilen yararların yanı sıra, birleşme ile organizasyon yapısının yeterince planlanmaması halinde, yönetimsel sorunlar doğabilmekte ve işletmeler arasında koordineli hareket etme imkânı güçleşebilmektedir. Bu yöndeki birleşme ile organizasyonun büyümesi, yönetim masraflarını arttırmaktadır. Ayrıca, yatay birleşmeye giderken, talep projeksiyonlarının iyi yapılanmaması, pazarın doyuma ulaştığı durumlarda işletmeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bununla beraber, bu yöndeki birleşmede çeşitlendirmenin olmaması nedeniyle diğer birleşme yönlerine kıyasla daha fazla risk vardır. Ayrıca, pazar payını yüksek oranda arttırmaya yönelik ve bunun bir sonucu olarak da pazardaki rekabeti engelleyecek çaptaki birleşme ve satın almalar bazı kanuni yaptırımlara tabidir. Çünkü birleşme ve satın alma yoluyla pazarda monopol haline gelebilecek rakip işletmeler, pazarda

rekabeti engelleyebilmekte ve etkin hakim durumları ile pazar yapısını ve fiyat mekanizmasını bozabilmektedirler. Bu birleşmelerin genel ekonomi açısından dezavantajı ya da tehlikesi, tekelleşmeye yol açabilmesidir. Monopol ya da hakim güç haline gelen rakip işletmelerin, pazarda rekabeti engelleme, pazar ve fiyat yapısını bozabilmeleri nedeniyle serbest pazar ekonomisini zedeleyen bu tür yapılanmalara, çağdaş pazar ekonomilerinde izin verilmemektedir (Ülgen ve Mirza, 2007: 316).

1.3.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşmeler, değer zincirinin veya üretimin farklı kademelerinde yer alan şirketlerin birleşmesini ifade etmektedir. (DePamphilis, 2010:14) Bir ürünün üretim aşamasından satış aşamasına kadar devam eden süreç içerisinde faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesi olarak tanımlanmaktadır (Çelik, 1999:21). Bu tür birleşmeler sonucunda, işletmeler ya kendilerine girdi sağlayan ya da kendi ürününü satın alan işletmeler ile bir bütün oluşturmaktadır.

Dikey birleşmeler, bir şirketin üretim zincirindeki her bir faaliyetinin şirket içerisinde gerçekleştirilmesinin derecesini yükseltme amacı gütmektedir. Bu davranış, bir şirketin kendisine hammadde sağlayan tedarikçi şirketlerle ya da ürünlerini son kullanıcılara sunan satıcı şirketlerle ilgilidir. Üretim öncesi unsurlarla yapılan dikey birleşme geriye yönelik dikey birleşme, üretim sonrası unsurlarla yapılan dikey birleşme ileriye dikey birleşme olarak tanımlanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2007: 315).

Dikey birleşme, girdi maliyetlerinin düşmesine ve girdiler üzerinde kontrolün sağlanması sonucunda, istenilen zaman ve kalitede girdiye sahip olunmasına olanak sağlamaktadır. Aynı zamanda girdiyi üreten işletmenin, ürünü satın alan işletme ile birleşmesi girdi üreten işletme için pazarlama ve piyasa hakkında tecrübe ve bilgi sağlama açısından avantaj yaratmaktadır.

Dikey birleşmelerin olası kazançları şu şekilde sıralanmaktadır (Carlton ve Perlof, 2000: 379):

- İşlem maliyetlerinin azaltılması,
- Hammadde teminin garanti altına alınması (kalite, fiyat ve süreklilik açısından),
- Dışsallıkların yol açacağı sorunların düzeltilmesi,
- Yasal kısıtlama, düzenleme ve vergilerden kaçınılması,
- Daha fazla pazar gücü elde edilmesi,
- Diğer şirketler tarafından pazar gücü uygulanmasından kaçınılması.

Tedarik zinciri içerisinde yer alan, çıktıları ve pazarları farklı iki şirketin birleşmesi ilk bakışta farklı bir pazara farklı bir ürünle girmek gibi gözükse de birleşme sonucunda hedefte tek bir ürün bulunmaktadır. Bir şirketin çıktısının diğer şirketin girdisi olması ve ürünün içerisinde yer bulması durumu tek ürün haline getirmektedir. Bu birleşmede amaç iki farklı üründen ziyade iki ürünü bir bütün olarak değerlendirmek olduğu için dikey birleşme olarak değerlendirilmektedir ve karma birleşmelerden bu noktada ayrılmaktadır.

Yatay birleşmelerin aksine dikey birleşmeler, direk olarak sektörün dengesini etkilemese de girdi maliyetlerinin düşürülmesi rakipler üzerinde fiyat baskısı yaratabilmektedir. Bunun dışında benzer ürünler söz konusu olduğu için girdilerin de aynı olması ve birleşme sonucunda rakip şirketlerin girdi kaynaklarının azalması da sektörü dolaylı olarak etkileyebilecek bir başka unsurdur. X ve Y şirketleri hedef ürünü üreten şirketler olarak ele alınırsa ve tedarikçi şirketleri B, C ve D şirketleri olarak belirlenirse X şirketi B şirketini bünyesine katarak Y şirketinin, potansiyel tedarikçilerinden birini kaybetmesine sebep olarak, girdilerini sadece C ve D şirketlerinden almaya zorlamaktadır. Aynı zamanda C ve D şirketleri X şirketi için hala tedarikçi konumunda olacaktır.

1.3.3. Karma Birleşmeler

Karma (Conglomerate) Birleşmeler, bir şirketin ilgisiz bir sektörden bir şirketi devralmasını veya şirketle birleşmesini içermektedir (DePamphilis, 2010:14).

Literatürde küme birleşmeler veya çok yönlü dağılma ile birleşmeler olarak da yer almaktadır. Karma birleşmeler ekonomik çeşitlendirme olarak da adlandırılmakla birlikte, farklı faaliyet alanlarından işletmelerin birleşmesi olarak tanımlanmaktadır (Çelik, 1999:21). Bu tür birleşmeler işletmelere yeni pazarlara açılma imkanı sağlamakla birlikte riski farklı alanlara dağıtma şansını da sağlamaktadır. Genellikle çeşitlendirme amacı ile birleşmeyi seçen şirketler karma birleşmeleri tercih etmektedir.

Söz konusu birleşmelerin en önemli faydası, birleşilen şirkete yönetsel öğrenme ile birlikte, iş koluna özgü yönetsel tecrübe ve beceriyi de transfer etme olanağı sağlamasıdır (İcke, 2007: 18).

Bu tür birleşmeler sonucunda şirketler bilgi ve tecrübe sahibi olmadıkları pazarlara girerken, birleşilen şirketin bilgi ve tecrübelerinden faydalanma şansına sahip olduklarından, avantaj elde etmektedir. Çeşitlendirme ile birlikte bir sektörde karşılaşılabilecek dalgalanmalar veya büyüme artışının durması gibi olumsuz etkileri, diğer sektörden elde edeceği kâr ile kapatma şansına sahip olabilmektedir.

Karma birleşmeler tekelleşmeye neden olmadıklarından tüketici açısından bir tehdit oluşturmamakta ve bu sebeple düzenlemelerde diğer birleşme türlerine nazaran daha az yer almaktadır.

1.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN BAŞARISINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Şirketleri, içinde yer aldıkları pazarlar, bu pazarlarda yer alan rakipleri, rakipler ile ilişkilerini düzenleyen düzenleyiciler gibi birçok dışsal faktör ile çalışanları, yöneticileri, hissedarları gibi birçok içsel faktör etkilemektedir. Stratejik amaçlar ile gerçekleşen birleşmeler, bu faktörler gibi bir çok etkenin bir araya gelmesi sonucunda gerçekleşen bir süreç olması sebebiyle etkenlerden herhangi birinde gerçekleşebilecek bir sorun süreci de etkilemektedir. Bu başlık altında birleşme sürecinin başarısına etki eden faktörler; yönetim etkinliği, kültürel farklılıklar, stratejik motivasyon ve iletişim olmak üzere dört temel başlıkta ele alınarak incelenecektir.

1.4.1. Yönetim Etkinliği

Birleşmeler, çalışanlarda belirsizlik hissini arttırmaktadır. Bu nedenden ötürü çalışanlarda stres artmakta ve memnuniyetin, kuruluşun güvenilirliğine olan inancın, sadakatin ve kuruluşu önemseme düzeyinin ise düşmekte olduğu gözlemlenmektedir. Bu tür durumlarda çalışanlar etkili bir lidere veya ihtiyaçları olan memnuniyeti kendilerine nüfuz ettirebilecek bir lidere ihtiyaç duymaktadır (Nguyen ve Kleiner, 2003:448).

Yönetim sorunu, görevdeki yöneticilerin çıkarları ile hissedarların çıkarlarının birbirinden farklı olması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yöneticilerin şirket hisselerinin küçük bir kısmına sahip olmaları, bu duruma sebep olan önemli bir etkendir (DePamphilis, 2010:10). Ayrıca yönetimin birleşme sürecinde günlük görevlerin yerine şirketlerinin karşı karşıya kaldığı daha önemli konu olan birleşme sürecine odaklanmaları ve dikkat etmeleri gerekmektedir. Yönetimin deneyim eksikliği de birleşme sürecini olumsuz etkileyebilmektedir (Nguyen ve Kleiner, 2003:448).

1.4.2. Kültürel Farklılıklar

Kültürel farklılıklar, etkilerini müzakere aşamasının başından gösterebileceği gibi etkileri entegrasyon sürecinde daha net algılanmaktadır. Kültürel değişim, alım sonrası aşamada en sorunlu konulardan biridir. Kültür, insan yaşamı için temel oluşturmaktadır ve kültür değişimi insan için en zor konulardan biridir. Rasyonel argümanlar, organizasyonel, prosedürel ve diğer birleşme ile ilgili değişiklikler konusunda haklı sebepler olsa bile çalışanların var olan kültürleri tehdit altında olduğu için birleşme direnişle karşılaşabilmekte ve sabote edilebilmektedir (Tanure vd 2009:143).

Kültür, çalışanların yeni çalışma alanlarına tepkileri, adaptasyonları, yeni beklentileri kabullenmeleri, direnç göstermeleri gibi konularda önemli bir rol oynamaktadır (Nguyen ve Kleiner, 2003:448-449).

İşe duyulan saygı, yönetim anlayışı gibi kültürel farklılıkların çalışan direncine ve büyük entegrasyon sorunlarına yol açabileceği muhtemeldir. Buna bağlı olarak kültürel farklılıkların birleşmeler üzerinde negatif etkisi olacağı beklenmektedir (Arvanitis ve Stucki, 2013:342).

Kültür farklılığı başarısız olan Chryler ve Daimler birleşmesinde en temel sebep olarak gösterilmektedir. Almanların kurallı ve yapısal yönetim anlayışı ile Amerikalıların rahat ve serbest yönetim anlayışının bir araya gelmesi sonucunda farklı çalışma kültürleri yönetimde ve işlemlerde entegrasyonun tam olarak sağlanamamasına sebep olmuştur. Almanların hakimiyetinin artması ile birlikte Chrysler çalışanlarının performansları ve memnuniyetleri düşmüş ve Chrysler adına kilit noktalarda çalışan birçok yönetici ve mühendisin ayrılmasına sebep olmuştur (Nguyen ve Kleiner, 2003:449).

1.4.3. Stratejik Motivasyon

Birleşmeyi planlayan bir şirket hedeflerini olabildiğince erken şekilde belirlemeli ve değerlendirmelidir aksi halde olası olumsuz sonuçlar şirket açısından sürpriz olmamaktadır (Nguyen ve Kleiner, 2003:450).

Birleşmenin gerekçesinin açıkça anlaşılması, operasyonal verimlilik açısından rekabetçi avantajın kısa vadeli olması yerine uzun vadeli olmasını sağlamaktadır. Şirketler birleşme gerekçelerini belirlemeli ve bu gerekçeleri açıkça ve anlaşılır bir şekilde ifade etmelidir. Ölçek ekonomisinden yararlanmak isteyen bir şirket ölçeğini büyüterek birim maliyetleri düşürme yolunu izlemelidir. Riski yaymak için çeşitlendirme yapmak isteyen bir şirket, farklı bir pazar ve farklı bir ürüne odaklanmalıdır. Maliyetlerin azaltılması veya pazar payının yükseltilmesi çeşitlendirme amacı ile gerçekleştirilen bir birleşmenin özü ile uyuşmamaktadır. Stratejik vizyonun net olması büyük önem taşımaktadır (Epstein, 2005: 39).

Birleşme güdüsünün(niyetinin) stratejik olması önemlidir, kurumsal yetenekleri ile hedefleri uyumlu olmalıdır. Hedeflerini göz önünde bulundururken

kendi rekabet durumunu, güçlü ve zayıf yönlerini ve üst yönetim arzu ve yetkinliklerini hesap etmelidir (Calipha vd 2010: 11).

Vizyon en önemli başarı araçlarından biridir, vizyonu olmayan bir gelecek herhangi bir sonu veya hedefi olmayan seri faaliyetler haline gelmektedir. Gerçekçi ve açık bir vizyonun olmayışı birleşmelerin piyasa değerlerinde gerçekleşecek düşüşe yol açar (Nguyen ve Kleiner, 2003:450).

1.4.4. İletişim

İletişimde gecikmeler, çalışanların endişeli hissetmesine ve birleşmeye karşı muhalif davranmalarına sebep olabilmektedir. Sonraki iletişim süreçlerinin daha gergin ve zor geçmesine sebep olabilmektedir. Bu gecikmeler verimliliğin düşeceğini, çalışanların ayrılacağına dair sinyaller aldığını düşünen yöneticiler tarafından kasıtlı olarak da gerçekleştirilebilmektedir. Aynı zamanda iletişimde yaşanan gelişmeler tüketicilerin davranışlarını da olumsuz etkileyebilmektedir. Hangi markanın, hangi ürünün piyasada devam edeceğini hangisinin ise devam etmeyeceğini, kendilerine destek veren personelin kalıp kalmayacağını bilemeyen müşteriler bu durumda başka şirketlere yönelebilmektedir (Nguyen ve Kleiner, 2003:449-450).

1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GELİŞİM SÜRECİ

Teknolojik gelişmeler eşliğinde iletişimin ve bilgi elde ediminin kolaylaşması, şirketlere daha geniş alanlar hakkında araştırma yapma ve yatırım kararı alma imkânı sağlamaktadır. Bu gelişmeler ile birlikte ülkeler arasında ticari engellerin kaldırılması sonucu artan küreselleşmenin de etkisiyle, mevcut pazarlara yeni şirketlerin girmesi, pazarda şirket sayısı ile birlikte rekabetin de artmasına neden olmaktadır. Şirketlerin uyguladıkları yönetim, pazarlama, maliyet, finansman yöntemleri sürekli bir değişim içerisinde olmakla birlikte, ülke ve dünya ekonomilerinin durgunluk yaşadığı dönemlerde şirket birleşmelerinin tarihsel sürecinin incelendiği çalışmalarda, şirket birleşmelerinde yaşanan yoğunlaşmanın, pazarda yaşanan rekabete ve ülkelerin şirket birleşmelerine bakış açılarına bağlı

olduğu görülmektedir. Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği ve Türkiye olmak üzere birbirinden farklı rekabet geçmişine sahip üç farklı bölge, şirket birleşmelerinin tarihsel gelişimi açısından ele alınacaktır.

1.5.1. Amerika Birleşik Devletleri

Birleşme ve satın alma faaliyetleri özel koşulların sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu faaliyetlerin gerçekleşmesinin belli nedenleri bulunmaktadır. Hemen hemen tüm birleşme ve satın alma dönemleri, borsalardaki hızlı yükseliş ve kredilerdeki hızlı artış dönemleri ile başlamakta ve hisse senedi piyasalarındaki çöküşle birlikte son bulmaktadır. Tüm birleşme ve satın alma faaliyetleri, ekonomik iyileşme dönemlerinde gerçekleşmekle birlikte, teknolojik ve finansal yenilikler, arz şokları, liberalleşme ve dış rekabet artısı şeklindeki endüstri ve teknoloji şoklarından önce meydana gelmektedir. Bu faaliyetlerin, yasal mevzuattaki değişiklikleri izleyen dönemlerde yaşandığına dikkat çekmektedir (Martynova ve Renneboog, 2008: 2152).

Literatür incelendiğinde birleşme ve satın alma faaliyetleri ile ilgili olarak bu özelliklerin niteliğine bağlı ABD merkezli 1897-1904; 1916-1929; 1965-1969; 1984-1984; 1991-2001; 2004 sonrası olarak tanımlanan altı farklı dalgadan bahsedildiği görülmektedir.

1.5.1.1. Birinci Dalga (1897-1904)

İlk birleşme dalgasına, 1890'larda gerçekleşen ekonomik çöküntü, yürürlükteki birleşme yasaları ve hisse senetlerinin artışı sebep olmuştur. İlk birleşme dalgasının ana hedefi, üretimi birleştirmek ve rekabeti azaltmaktır (Gregoriou ve Renneboog, 2007: 2). Bu dönemde, gerçekleştirilen birleşmelerin %78,3'ünün yatay birleşmeler, %12'sinin dikey birleşmeler ve %9,7'sinin hem yatay hem dikey birleşmeler şeklinde gerçekleştirildiği görülmektedir (Sarıkamış, 2003: 82-83).

ABD'de ekonomik istikrarsızlık dönemi olarak tanımlanan 1903-1915 yılları arasında yatırımlar durmuş ve var olan anti-tröst yasaları etkin olarak uygulanmaya

çalışılmış, mevcut yasaların yetersizliği nedeniyle yeni anti tröst yasaları (1914 yılında yürürlüğe sokulan Clayton Antitröst yasası) çıkarılmış ve etkin bir şekilde uygulanmıştır (Martynova ve Renneboog, 2008: 2149).

1.5.1.2. İkinci Dalga (1916-1929)

İkinci birleşme dalgası A.B.D.'nin 1. Dünya Savaşına girmesi ve savaş sonrası ekonominin patlamasının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu dönemde eğilim yatay birleşmeler yönündedir ve daha fazla sektör yoğunlaşması söz konusudur (DePamphilis, 2010:24).

İkinci dalga sonucunda şirketler kendi sektörlerinde kuvvetli monopollere dönüşmüş ve bu monopolleşme sonrası 1910'larda anti tröst yasaları ele alınmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda şirketler dikey genişlemeye yönlenmeye başlamıştır (Gregoriou ve Renneboog, 2007).

İkinci birleşme ve satın alma faaliyetleri dönemi, 29 Ekim 1929'da hisse senedi piyasalarındaki çöküşle sona ermiştir (Lipton, 2006: 4). Bu çöküşün "Büyük Buhran" ın asıl nedeni olmasa da iş ve yatırım ortamındaki güvenin çarpıcı bir biçimde düşüşüne katkıda bulunduğu, işletmeleri ve tüketicileri temkinli davranmaya yönelterek harcamalarını azaltmaya yönlendirdiği ve böylelikle buhranın derinleşmesine katkıda bulunduğu düşünülmektedir (Gaughan, 2007: 38-39).

1.5.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969)

1930'larda yaşanan ekonomik çöküntü ve 2. Dünya savaşı ikinci birleşme dalgası ve üçüncü birleşme dalgası arasında birkaç on yıl geçmesine neden olmuştur. Üçüncü dalganın 1950'lerin başlarında başladığı ve 1973 de petrol krizi ve sonrasında yaşanan durgunluğun etkisi ile birlikte bittiği kabul edilmektedir. Bu dönem anti tröst düzenlemelerin yoğun olduğu döneme denk gelmektedir ve bu yaklaşım sonucunda şirketler kendi sektörleri dışında şirketler ile bütünleşmeye yönelmişlerdir (Gregoriou ve Renneboog, 2007: 2). Üçüncü birleşme dalgasının en

önemli karakteristik özelliği holdingleşmenin ve finansal mühendisliğin ortaya çıkması olarak ifade edilmektedir (DePamphilis, 2010:25).

Bu dönemde, yasaların ve düzenlemelerin tekel ve oligopole yol açacak bileşmeleri önlemeye yönelik baskısı söz konusudur. Bu da büyüme arayışındaki işletmeleri, faaliyet alanlarını genişletmeye yönlendirmiştir. Bu nedenle hisse senetleri bazında aşırı değerlenmiş işletmeler, hisse senetleri ihraç ederek diğer sektörlerde yer alan göreli az değerlenmiş işletmelerin hisse senetlerini alarak onları satın almışlar böylelikle çeşitlendirme ve karma birleşme yoluna gitmişlerdir (Shleifer, Vishny 2003).

1.5.1.4. Dördüncü Dalga (1984-1989)

Ekonomik durgunluğun ardından borsanın yeniden çıkışa geçtiği 1980 yılından itibaren başladığı ve 1989 yılına kadar olan süre zarfı olarak kabul edilmektedir (Gregoriou ve Renneboog, 2007:3).

ABD Başkanı R. Reagan yönetiminin büyük işletmelerin ekonomi ve toplum için bir olumsuzluk oluşturmadığına yönelik düşüncesi ve işletmelerin birleşmelerine yönelik olumlu tavır sergilemesi, anti tröst politikaların gevşetilmesi, ABD'de işletmeler arasında birleşme ve satın almaları hızlandırmış ve bu alanda patlama yaşanmasına yol açmıştır (Sarıca, 2008: 54). Tahvil piyasası ile tasarruf ve kredi bankalarının çöküşü ile birlikte dördüncü dalganın son bulduğu belirtilmektedir. (Lipton, 2006: 5).

1.5.1.5. Beşinci Dalga (1991-2001)

Bilgisayar teknolojileri, iletişim, ulaşım, ağ yapılarının gelişmesi ile küreselleşmenin hızlanması, ekonomide liberalleşme eğilimleri ile özelleştirme, pazarların yakınlaşmasıyla ekonomik ve finansal piyasalardaki canlanma, yeniden kurgulanan dünya düzeni, uluslararasılaşma 1990'lı yılların başlarında işletmeler için farklı bir dönemin başlangıcını oluşturmuştur.

Beşinci birleşme dalgasıyla birleşme anlaşmalarının değeri ve hacmi açısından eşi görülmemiş bir döneme girilmiştir. Toplam değer açısından beşinci dalga, dördüncü birleşme dalgasından beş kat daha büyüktür. Yapılan birçok birleşme, küreselleşmenin etkisiyle birlikte, sınır ötesi birleşmelerdir (Gregoriou ve Renneboog, 2007:3). Bu dönemde birleşmelerin sayı ve toplam değerlerinin artmasının en büyük sebeplerinden biri de Avrupa Birliği şirketlerinin ortak pazar sonucunda atağa geçmesi ve Japon şirketlerinin uluslararası pazarda Amerikan şirketlerine karşı güçlü rakipler olarak yer almasıdır.

1.5.1.6. Altıncı Dalga (2004-….)

Ekonomik ve finansal piyasalardaki aşamalı düzelmeyle başlayan bu dönemde birleşme ve satın alma işlemleri yeniden hız kazanmıştır. Bu dönemde telekomünikasyon endüstrisinde yoğun birleşme ve satın almalar olurken, bu endüstriden başka petrol ve gaz, perakende, ilaç, kamu hizmetleri ve spor giyim sektörleri de öne çıkan alanlar olmuştur. 1980'li ve 1990'lı yıllarla karşılaştırıldığında düşmanca birleşme ve satın alma faaliyetlerinin 2000'li yıllarda ABD ve Avrupa'da azaldığı ve bu dönemde Özel Sermaye Fonları ve Yüksek Riskli Yatırım Fonlarının birleşme ve satın almalarda öne çıktığı görülmektedir (Kim, 2009: 14).

1.5.2. Avrupa Birliği

Avrupa'da birleşmelere 1950'li yıllara kadar pek rastlanmamaktadır. İngiltere'de birleşmeler 1960'larda popüler hale gelmiştir. 1965 yılına kadar artış gösteren birleşmeler daha sonra, önleyici yasaların ortaya çıkması sonucu olduğu tahmin edilmekle birlikte, azalışa geçmiştir (Akay, 1997: 30). Avrupa'da yasal düzenlemelerle ilgili ilk uygulama İngiltere'de 1948 yılında başlamıştır. Almanya'da ise 1957 yılında federal kartel kuruluşu kurulmuştur (Parasız, 2004: 285). Avrupa Birliğinde ise ilk yasal düzenleme 1989 yılında kabul edilmiş ve Eylül 1990'da yürürlüğe girmiştir. 1989 yılında AET Şirket Birleşmeleri Yönetmeliğini kabul etmiştir (Parasız, 2004, 287).

Avrupa hukukunda şirket birleşmelerinin yararlı olabileceği ve teşvik edilmesi şeklinde yaklaşımlar bulunmaktadır. Avrupa rekabet düzenlemelerinde araştırma geliştirme faaliyetlerinin gelişmesine, ileri teknolojiden yararlanmasına, uluslararası rekabetin dengelenmesine, küreselleşme olgusuna olanak veren birleşmelere izin verilmektedir. Tek pazar uygulamalarına geçildikten sonra, Avrupa düzeyinde şirketler yaratılması amacıyla, birleşmelere önem verilmiştir (Parasız, 2004, 262).

Avrupa'nın sanayileşmiş ülkeleri genel olarak birleşmeleri, tekelleşmeyle sonuçlanmadıkça, olumlu karşılamaktadır. Avrupa çapında birleşmelerde itici güç Amerikan şirketleri başta olmak üzere dış rekabettir. 1990'lı yıllar ve sonrasında AB'de birleşme ve satın almaların artmasında iki temel neden görülmektedir. Bunlar (Sarıca, 2008: 59-60);

- AB içinde yeniden yapılanma süreci. Bu süreçte Uluslar arası rakipler için büyük çaplı ulusal şirketler hedeflenmiştir.
- Küreselleşme.

1.5.3. Türkiye

Türkiye'de 1980 sonrasında serbest piyasa ekonomisine geçiş gerçekleştirilmiş, ticaret serbestliği sağlanmış, gümrük vergilerinde indirim yapılmış ve yabancı sermaye teşvik edilmiştir (Sarıca, 2008: 64). 1996 yılında Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşmasının yapılması, şirketlere ulusal pazardan dünya pazarlarına çıkma imkanı vermiştir (Sarıca, 2008: 66).

Geçmiş dönemlerde, Türkiye'de birleşmeleri finanse edecek finansal ve hukuki yapı yetersizliği, büyük sanayi kuruluşlarının çoğunda modern yönetim anlayışının benimsenmemesi, bunun sonucunda büyüme stratejisi olarak birleşmelerin öneminin fark edilmemesi, şirketlerin halka açıklık oranlarının düşük olması ve hukuki alt yapıya güvensizlik birleşmelerin sayısının artmasına engel oluşturmuştur (Sarıca, 2008: 65).

Bu kapsamda Türkiye'de gerçekleşen birleşmeler incelendiğinde birleşmelerin çok büyük bir bölümünün 2000'lerden sonra gerçekleştiği görülmektedir. 2000

öncesi şirket birleşmelerinde yerli şirketler alıcı olmalarına rağmen 2000 sonrası yabancı şirketler satın almaların çoğunu gerçekleştirmiştir (Akdoğdu, 2011:140).

Şirket birleşmelerini ve anlaşmalarını kontrol altına alan, birleşmelerin tekelci güç oluşturmasını ve rekabete olumsuz etkisini engelleyecek düzenleme Türkiye'de ilk olarak 1994 yılında Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun ile birlikte yürürlüğe girmiştir (Akay, 1997:33). Rekabet Kanunu'nun 1994'de yürülüğe girmesine rağmen uygulamaya 1997 yılı sonları itibari ile geçilebilmiştir (Sarıca, 2008:73).

Birleşmelerin yoğunluğu ve yasal düzenlemeler göz önüne alındığında Türkiye'nin köklü bir birleşme tarihi olmadığı görülmektedir. 1980 sonrasında serbest piyasa ekonomisine geçiş sağlandıktan sonra birleşmeler görülse de tam anlamıyla birleşmelerin yoğun anlamda gerçekleşmesinin gümrük birliği anlaşmasından sonra olduğu ve yabancı şirketlerin bu anlaşma kapsamında birleşmelerde daha etkili olduğu görülmektedir.

Türkiye'de şirket birleşmelerinin önündeki engeller şu şekilde sıralanabilir (Gökbel, 2004: 229):

- Vergi; İstenen vergi avantajları sağlanamamaktadır.
- Kültür; Ortaklık kültürü Türk şirketlerinin eksik yönüdür. Bu nedenle sinerji yaratılamamaktadır.
- Feodal Bağ; Kurucular şirketlerine gönülden bağlı, kötü şartlarda bile satmak istememektedir.
- Kurumsallaşma Eksikliği; Şirket yönetimi patrona bağlı şirketler, birleşme düşüncesine karşı gelmektedir.
- Küreselleşme anlaşılamamaktadır.
- Anlaşma Eksikliği; Birleşme işlemlerinde şirketler değerlerini yüksek tutma eğilimi göstermektedir.

Bu engeller ile birlikte Türkiye'de birleşme ve satın alma dalgası olarak tanımlanabilecek iki önemli dönem görülmektedir. Bu dalgalardan ilki 2000-2001 yılları, ikincisi 2005-2008 yıllarını kapsamaktadır. Toplam işlemlerin sayısal olarak

%71'inin ve işlem değeri olarak %87'sinin 2000 sonrası dönem içerisinde gerçekleştiği görülmektedir. 2005-2008 yılları arasındaki toplam işlem değerinin tüm yıllar içerisinde oranının %73 olması da dikkat çekici özelliktedir (Akdoğdu, 2011:142).[1]

2008 sonrasında gerçekleşen birleşme ve satın almalar incelendiğinde 2010-2015 yılları arasında yüksek seyreden bir birleşme dalgasının daha olduğu görülmektedir.[2] 2003-2016 yıllarına ait birleşme ve satın almalar ele alınarak yapılan inceleme Tablo 1'de görülmektedir.

Tablo 1: 2003-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alımlar

Yıllar	Yerli Yatırımcı		Yabancı Yatırımcı		Toplam	
	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı
2003	0.9	60	0.5	20	1.4	80
2004	2.2	73	0.3	18	2.5	91
2005	13.1	103	17.2	60	30.3	163
2006	1.7	71	16.6	83	18.3	154
2007	8.6	90	16.9	92	25.5	182
2008	4.3	71	12.0	101	16.3	172
2009	2.4	62	1.5	54	3.9	116
2010	16.5	148	9.9	93	26.4	241
2011	5.1	145	6.4	119	11.5	264
2012	11.5	184	11.7	131	23.2	315
2013	10.4	222	3.3	114	13.7	336
2014	13.1	199	4.6	119	17.7	318
2015	4.1	196	6.6	123	10.7	319
2016	2.1	150	2.5	93	4.6	243

Gerçekleşen birleşmeler ve açıklanan rakamlar kapsamında Türkiye'de 2003-2016 yılları arasında gerçekleşen birleşmelerin işlem hacmi olarak %53,4'ünün yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği, %46,6'sının ise yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. 2003-2004, 2009-2010 ve 2013-2014 dönemleri içerisinde, yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin işlem

[1] Oranlar, yararlanılan kaynak kapsamında 2008 yılına kadar gerçekleşen birleşmeler esas alınarak verilmiştir.

[2] 2003-2016 yıllarına ait veriler Ernst & Young Şirketinin yayınlamış olduğu Birleşme ve Satın Alma Raporlarından elde edilmiştir.

hacminin yabancı yatırımcılara oranla belirgin şekilde yüksek oranda geçekleştiği, 2006-2008 dönemi ve 2015 yılında ise yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin işlem hacminin yerli yatırımcılara oranla belirgin şekilde yüksek oranda gerçekleştiği görülmektedir.

İşlem hacminin aksine 2003-2016 dönemleri arasında gerçekleşen birleşme işlemlerinin sayısı, yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın almaların daha yüksek oranda olduğunu göstermektedir. Yerli yatırımcıların gerçekleştirdiği birleşme sayısının toplam içerisinde oranı %59,25 iken yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği birleşme sayısının toplam içerisindeki oranı %40,75 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2: 2010-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Şirket Birleşmelerinin Ülkelere Göre Dağılımı

Yıllar	Türkiye		A.B.D.		İngiltere		Japonya		Fransa	
	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı
2010	16,484	148	307	15		9	341			5
2011	5,050	145	654	18	2,410	13	258			7
2012	11,435	184	1,416	26	2,187	16	124	5	970	9
2013	10,434	222		12		17	502	8		6
2014	13,051	199	423	22	232	11	72	10	220	9
2015	4,106	196	1,350	23	166	13	233	9		7
2016	2,118	150	819	20	229	9	180	8		6
Toplam	62,678	1,244	4,969	136	5,224	88	1,710	40	1,190	49
Oran	58.1%	61.1%	4.6%	6.7%	4.8%	4.3%	1.6%	2.0%	1.1%	2.4%
Yıllar	Almanya		İspanya		Rusya		Malezya		Katar	
	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı
2010	194	16	5,838		510					
2011		10			3,855	3	1,260			
2012		19				6	2,288			
2013	967	12		3			560	3	431	
2014		8	2,463	4			347	3		
2015	599	12					243		2,948	3
2016	59	5	46						320	4
Toplam	1,819	82	8,347	7	4,365	9	4,698	6	3,699	7
Oran	1.7%	4.0%	7.7%	0.3%	4.0%	0.4%	4.4%	0.3%	3.4%	0.3%

Türkiye'de 2010-2016 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alımlar, işlemleri gerçekleştiren şirketlerin merkezlerinin bulunduğu ülkelere göre Tablo 2'de ele alınmıştır. 2010-2016 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alım işlemlerinde, A.B.D. ve İngiltere merkezli işletmeler, işlem hacmi ve işlem sayısı bakımından, dikkat çekmektedir. İspanya, Rusya, Malezya ve Katar merkezli şirketler, işlem hacmi bakımından, Fransa, Almanya ve Japonya merkezli şirketler ise işlem sayıları bakımından dikkat çeken diğer ülkelerdir.

Tablo 3: 2010-2016 Yılları Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların Sektörel Dağılımı

Yıllar	Enerji		Finansal Hizmetler		Yiyecek İçecek		Ulaştırma	
	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı
2010	16,728	66	6,381	12	287	27	441	
2011	443	24	680	16	3,178	27	2,354	14
2012	6,968	48	4,354	23	1,983	33	6,914	23
2013	5,979	36	1,679	16	288	32	2,563	15
2014	4,899	38	2,848	27	541	33	3,899	13
2015	4,121	42	2,974	29		31	1,033	
2016	1,557	30	525	25	353	14	303	6
Toplam	40,695	284	19,441	148	6,630	197	17,507	71
Oran	37.7%	13.9%	18.0%	7.3%	6.1%	9.7%	16.2%	3.5%
Yıllar	İmalat		Bilişim		Sağlık		Hizmet	
	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı	İşlem Hacmi (Milyon $)	İşlem Sayısı
2010	156	17		13		15		8
2011	887	32		34	1,712	33		14
2012	457	30		43	838	14		25
2013	831	33		80		13		25
2014	374	36		58		26	2,823	21
2015		34	693	67		16		22
2016	343	30		70		13		10
Toplam	3,048	212	693	365	2,550	130	2,823	125
Oran	2.8%	10.4%	0.6%	17.9%	2.4%	6.4%	2.6%	6.1%

Gerçekleşen birleşmeler, sektörler açısından incelendiğinde, birleşme ve satın alım işlemlerinde işlem hacmi açısından Enerji sektörünün %37,7'lik oranıyla liderliği Tablo3'de göze çarpmaktadır. Finansal hizmetler (%18) ve ulaştırma

(%16,2) sektörü işlem hacmi ele alındığında birleşme ve satın almalara öncülük eden diğer iki sektör olarak Tablo 3'de göze çarpmaktadır.

Satın alma işlemlerinin bazılarının işlem değerlerinin açıklanmaması bazılarının ise düşük gerçekleşmiş olması nedeniyle Tablo 3'de en yüksek işlem sayısı oranına (%17,9) sahip Bilişim sektörünün işlem hacmi toplam içerisinde oldukça düşük kaldığı görülmektedir. Aynı şekilde imalat sektörünün de İşlem sayısına oranla işlem hacminin düşük gerçekleştiği Tablo 3'de görülmektedir.

Açıklanmayan birleşme ve satın alma değerlerinin de etkisi ile hem işlem sayısı hem de işlem hacmi ele alınarak yapılan değerlendirmede Türkiye'de Enerji sektörü liderliğinde, finansal hizmetler, yiyecek-içecek, ulaştırma, sağlık, bilişim, imalat ve hizmet sektörleri birleşme ve satın alma işlemlerinde son yıllarda ön plana çıkmaktadır.

1.6. BİRLEŞME SÜRECİ

Şirketlerin birleşmeyi tercih etme nedenleri kapsamında planlanan bir şirket birleşmesinde, şirketlerin amaçlarına ulaşabilmeleri için, belirli aşamaların olduğu bir sürecin izlenmesi gerekmektedir. Bu sürecin takip edilmemesi işletmelerin birleşmeden bekledikleri sonuçları elde edememesine sebep olabilmektedir. Hedefe ulaşılamamakla birlikte öngörülemeyen sorunlar ve ek maliyetler de söz konusu olabilmektedir. Birleşmeler, iki veya daha fazla şirketin yetkililerinin bir araya gelerek görüşüp anlaşmaları ya da fiziki olarak birleşme kararı almaları ile gerçekleşen bir olay olarak değerlendirilmemektedir. Önemli olan nokta şirketlerin, birleşmenin sonucunda elde etmeyi bekledikleri sonuçların gerçekleştirilmesidir. Bu nedenle kapsamlı bir analiz ve değerlendirme gerekmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2014: 342) Birleşme süreci; birleşmenin planlanması, potansiyel adayların belirlenmesi ve seçimi, görüşme ve sonuç olmak üzere 3 ana başlık altında incelenecektir.

1.6.1. Birleşmenin Planlanması

Birleşme, şirketler için maliyetli ve riskli bir süreçtir. Birleşme kararı şirketin iç ve dış çevresini yakından ilgilendirmektedir. Bu denli önemli bir kararın sağlam temellere dayandırılarak planlanması gerekmektedir. Özellikle birleşme sonrası gün yüzüne çıkabilecek entegrasyon sorunlarının giderilmesi, planlamanın başarısına bağlıdır (Çelik, 1999:61). Şirketler farklı birleşme yöntemleri ve farklı amaçlar kapsamında temel olarak birleşmeler ile birim maliyetlerini azaltmak veya nakit girişlerini arttırmayı amaçlamaktadır. Birleşmeden beklenen maliyet azaltıcı ve nakit yaratıcı işlemlerin sonuçlarının tahminin zor olmasına karşın, birleşmenin başarısı bu konulardaki tahminlerin sağlıklı yapılması ile doğru orantılı olmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2014: 342). Birleşmenin planlanması aşaması şu adımların atılmasını gerektirmektedir (Çelik, 1999:61);

- Şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçlara ulaşmak için kullanılacak araçların seçilmesi,
- Birleşmenin şirketin uzun dönemli amaçları ile uyuşumunun araştırılması,
- Potansiyel şirketleri analiz etmek amacıyla gereken kriterlerin geliştirilmesi.

Hazırlık aşaması olarak da isimlendirilebilecek bu aşamada, şirketler birleşme sürecinde yer alacak anlaşma ekiplerini, birleşme süresini ve yardımcı olabilecek muhasebeci ve avukat benzeri ek danışman seçimini gerçekleştirmektedir. Yapılan seçimlerin sonucunda birleşmenin ilk adımlarının atılması ve organize edilmesi bu aşamada gerçekleştirilmektedir. Şirketin belirlediği kriterlere uygun geniş bir liste yine bu aşamada oluşturulmaktadır (Dodel, 2012: 10) Bu aşamada yapılması gereken strateji evresinin yedi farklı safhası bulunmaktadır (Şahözkan, 2003: 65);

- Genel stratejik plan,
- Birleşme faaliyeti görev yapılanması,
- Birleşme planı,
- Aday kriterleri,
- Hedef İşletmelerin belirlenmesi,
- Aday analizi,
- Ön değerleme ve finansal yeterlilik,

1.6.2. Potansiyel Adayların Araştırılması ve Seçimi

Adayın nerede ve nasıl bulunacağı araştırma, amaçlara ve kriterlere en uygun adayın belirlenmesi ve seçim sürecinden oluşmaktadır. Adayın seçimi sürecinde, çeşitli araçlardan yararlanılarak birinci aşamada belirlenen kriterler çevresinde seçim yapılmaktadır (Çelik, 1999:61). Bu aşama dört alt basamağı içermektedir (Aslan, 2004:75);

- Anlaşma stratejisinin belirlenmesi,
- Hedef şirket ile ilk iletişimin kurulması ve ön anlaşma,
- Niyet mektubu,
- Detaylı analiz ve inceleme.

Bu aşamada şirketler arasında ilk iletişim kurulmaktadır. Belirlenen listede yer alan şirketler ile bilgilendirme amaçlı yazışmalar ve görüşmeler yapılmaktadır. Şirketler arasında gizlilik anlaşması yapılarak, birleşme kararına etki edecek, şirketin geçmişi, piyasa durumu, yönetim biyografisi, ürün ve dağıtım kanalları bilgileri gibi kritik bilgilerin paylaşımı gerçekleşmektedir. Bilgilendirmenin yapılmasını takiben yapılacak incelemenin ardından teklif yapılmaktadır. Yapılan teklifler ile birlikte iki yönetim karşılıklı olarak iletişime geçmekte, vergiler, satışlar ve dağıtım kanalları, insan kaynakları, yasal zorunluluklar ve finansal durum hakkında değerlendirmeler yapmaktadır. Sürecin son aşamasında fiyat ile birlikte gerçekleşecek işlemin yapısı, finansal şartlar gibi detaylı durumların da yer aldığı teklif yapılmaktadır (Dodel, 2012: 11-12)

1.6.3. Görüşme ve Sonuç

Birleşme talebinde bulunan şirket, son aşamada hedef şirketin hisse senedi sahiplerine ödeyebileceği uygun bir fiyat veya fiyat aralığı sunmaktadır. Hedef şirketin de sunulan fiyatı onaylaması ile birlikte birleşme teklifi yapılarak koşullar belirlenmeye çalışılmaktadır (Çelik, 1999:65). Görüşme ve sonuç evresi beş alt başlıkta incelenebilmektedir (Şahözkan, 2003: 77);

- Sonuç anlaşması,
- Düzenleyici ve hissedarların onayı,

- Sonucun gözden geçirilmesi,
- Sonuçlandırma işlemi,
- Entegrasyon.

Bu aşamanın süresi, niyet mektubu üzerinde gelinen aşamaya ve yapılan görüşmelere ek bulgulara bağlı olarak değişmektedir. Anlaşmanın imzalanması ile birlikte yasal süreç ve işlemler sebebiyle avukat ve muhasebeci giderleri ile birlikte diğer giderler ortaya çıkmaktadır ve bu giderler oldukça yüksektir. Bu aşamada anlaşma gereği verilen garantiler ve şartlar devreye girmektedir ve süreç paranın aktarılması ve gerekli evrakların teslim edilmesi ile birlikte son bulmaktadır (Dodel, 2012: 14)

İKİNCİ BÖLÜM

DEĞERLEMEYE GİRİŞ

2.1. DEĞERLEME KAVRAMI

Değerleme kavramı ile birlikte değer kavramı ile ilgili geniş görüş ayrılıklarına rastlamak mümkündür (Ataman ve Kibar, 1999:62). Değerleme, değerleme faaliyetini yapan kişinin yeteneğine, ölçülerine ve araçlarına bağlı olarak değişmektedir. Değerlemenin hangi açıyla ve hangi amaçla yapıldığının belirlenmesi sonucunda duruma uygun tam bir tanım yapmak mümkün olabilmektedir (Ataman ve Kibar, 1999:62).

Değerlemenin ve değerin net bir karşılığının olmaması, ortak bir tanımının yapılamamasının temel sebebi, bakış açılarına, beklentilere göre değişiklik göstermesidir. Farklı amaçlar doğrultusunda, beklenilen fayda değişiklik göstermektedir. Bu nedenle öncelikle değerleme yapacak şirketlerin amaçlarının doğru olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

Bir şirketin amacı hissedar çıkarları, şirket çıkarları ve çevresel beklentiler olmak üzere üç başlık altında incelenebilmektedir. Şirketin sahibi olan hissedarlar, yatırdıkları öz sermaye karşılığında, yüksek kazanç elde etmeyi beklemektedir. Aynı zamanda şirket büyümek, yeni teknolojilere sahip olmak ve rekabette ayakta kalabilmek için çeşitli yatırımlar yapma eğilimindedir. Bu kapsamda şirket çıkarlarına uygun amaçlar, hissedarların çıkarlarına uygun olmayabilmektedir. Hissedarlar getiri beklerken, şirket elde ettiği kazancı yatırımlara yönlendirebilmekte aynı zamanda yatırım yapabilmek adına ortaklardan yeni kaynak da isteyebilmektedir. Bu sebeplerden bu iki amaç zıtlık barındırmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:11).

Şirket çıkarları ve hissedar çıkarları kısa vadede zıtlık gösterse de uzun vadede birbirleriyle uyumlu bir amaç sergileyebilmektedir. Şirket, yapacağı yatırımlar ile rekabette üstünlük sağlayarak ve büyüyerek uzun vadede hissedarların kazancını arttırabilmektedir.

Bu iki amaç dışında, üçüncü bir amaç ise şirketin içinde bulunduğu çevrenin beklentileri sonucu ortaya çıkan sosyal içerikli amaçlardır. Bu konu şirketin kaynaklarının, faaliyet konusu dışında başka alanlarda kullanılması sonucunu doğurmaktadır. Her ne kadar şirketin tamamen karşılayabileceği amaçlar olmasa da şirketin, çevresiyle olan ilişkisi sebebiyle kayıtsız kalabileceği bir durum değildir (Ercan ve Ban, 2005: 12-14).

Hissedarların çıkarları ele alınarak bir değerleme tanımı yapılırsa, değerleme hissedarlara sağlanan fayda olarak tanımlanabilecek iken, şirket çıkarları ele alındığında değerleme şirketin gelecekte yaratacağı fayda olarak nitelendirilebilmektedir. Bu kapsamda değerlemenin amaçlarının farklılaşması, sağlanan faydaların da farklılaşmasına ve bu farklılaşma sonucunda birçok değerleme ölçütünün ortaya çıkmasına neden olmaktadır. İşletmenin elde ettiği veya edeceği kâr, dağıttığı kâr payı veya nakit akımları gibi değerleme ölçütlerinin, farklı amaçlar doğrultusunda farklı anlamlar kazanması sebebiyle çeşitli yöntemler kullanılmaktadır.

Şirket değerinin belirlenmesi aşamasında şirketin nakit yaratma gücünün ve risk profilinin yanı sıra faaliyet yapısıyla sürdürülebilir bir büyüme potansiyeli ve kârlılık potansiyelinin olup olmaması gibi faktörler itina ile değerlendirilmektedir. Birleşme ve yatırım yapma gibi şirket ile ilgili konularda paydaşların karar alma sürecinde, değerleme oldukça önemli bir rol üstlenmektedir (Berk, 2010: 61).

2.2. DEĞER KAVRAMI

Değerin öznel ve nesnel olmak üzere iki unsuru bulunmaktadır. Öznel yönü verilen önem ve belirli bir ihtiyacı karşılama yeteneği olarak tanımlanırken, nesnel yönünü, etki yapma kabiliyeti olarak tanımlamak mümkündür (Ataman ve Kibar,

1999:63). Değer, her ne kadar farklı beklentiler nedeniyle değişkenlik gösterse de yatırımcı için bu beklentiler gerçekle desteklenmelidir ve parasal bir karşılığı olmalıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:16).

Değerin parasal bir karşılığının olması fiyat ile karıştırılmasına sebep olmaktadır. Çoğu zaman fiyat ve değer kavramları birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

Fiyat, varlığın içinde bulunduğu piyasa ile direk ilgilidir. Talep ile Arz arasındaki ilişki, fiyatın durumunu ortaya koymaktadır. Talebin fazlalığı fiyatın artmasına, arzın fazlalığı fiyatın düşmesine sebep olmaktadır. Arz ve talep üzerinden oluşacak bir denge sonucunda fiyat belirlenmektedir. Fiyat ile değer arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Her varlığın fiyatının yanı sıra bir de değeri vardır. Değer taraflara göre farklılıklar barındırmakta ve niteliğinin belirlenmesi oldukça karmaşık olmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:5).

Fiyat ile değer arasında oluşan bu fark, yatırım kararını etkileyen en önemli faktördür. Bir varlık veya işletme, değerinin altında oluşacak bir fiyat sonucunda alıcı açısından cazip hale gelirken, aynı şekilde değerinin üzerinde oluşacak bir fiyat ile satıcı açısından elden çıkarma kararını kolaylaştırabilmektedir. Bu farklılığı lehine kullanmak isteyen yatırımcılar, değerleme yaparak bir şirketin değerini hesaplamayı amaçlamaktadır.

2.3. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI

Değerin içeriğinin ve tanımının belirgin olmaması ile birlikte ortaya birçok değerleme yöntemi çıkarken, aynı şekilde literatürde birçok değer ifadesi de yer almaktadır. Farklı anlamlara gelen ve literatürde sıkça kullanılan değer kavramları ve bu kavramlara ait tanımlar; işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri, ihraç değeri, gerçeğe uygun değer, net gerçekleşebilir değer, nominal değer, gerçek değer, piyasa değeri, defter değeri olmak üzere kısaca ele alınacaktır.

İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir işletmenin faaliyetlerine devam ederken satılması sonucu elde edilen değeri ifade etmektedir. Maddi olmayan varlıklar da değer hesaplanırken dikkate alınmaktadır. İşletmenin piyasa değeri ile defter değeri veya tasfiye değeri arasında oluşan fark genel tanımlama ile işleyen teşebbüs değeri olarak tanımlanmaktadır. Ek kazanç gücü, maddi olmayan duran varlıklar ile gelecekte yapılacak yatırımların değeri, işleyen teşebbüs değerini etkileyen üç faktördür (Sipahi vd, 2011: 4).

Tasfiye Değeri

Bir şirkete ait tüm varlıkların, belli bir süre içerisinde, satılarak paraya dönüştürülmesi ile elde edilen tutardan, şirketin tüm borçlarının ödenmesi sonucu kalan değere tasfiye değeri denir. Defter değerinden farklı bir değerdir. Bu farklılık öncelikli olarak maddi duran varlıklar ve stokların değerinden kaynaklanmaktadır. Alacakların tahsil edilmesinde yaşanan sorunlar ve maddi olmayan duran varlıkların tasfiye durumunda değer ifade etmemeleri, farklılığın diğer sebepleridir. Tasfiye durumlarında oluşacak tasfiye değeri genel itibariyle düşük kalmaktadır. Bu durumun temel sebebi kısa bir süre içerisinde satışın gerçekleşmesidir (Çelik, 1999: 83). Tasfiye süresinin uzaması ile birlikte varlıkların satışı ve alacakların tahsilatı gibi konularda elde edilecek avantaj sonucu, işletmenin tasfiye değeri yükselebilmektedir, fakat bu yükselme gerçekleşse bile tasfiye değeri, diğer değer kavramları arasında yine de düşük oluşmaktadır.

İhraç Değeri

Hisse senetlerinin şirket tarafından belirlenen çıkarım değerini ifade etmektedir. Hisse senetleri genel olarak nominal değeri ile satılmaktadır. Bu sebeple çoğu zaman ihraç değeri ile nominal değer aynı oluşmaktadır, fakat organize ve tezgahüstü piyasalarda nominal değerin altında veya üstünde işlem gören hisse senetlerine sahip işletmeler, nominal değerin üzerinde bir ihraç değeri belirleyebilmektedir. Arada oluşan fark hisse senedi ihraç primi olarak ifade edilmektedir (Sipahi, 2011: 3).

Gerçeğe Uygun Değer

Gerçeğe uygun değer işletmeye özgü olmayan işletme dışında gerçekleşen bir değerdir (Karacan ve Uygun, 2017: 76). Gerçeğe uygun değer piyasa bazlı bir ölçümdür. Bazı varlıklar ve borçlar için piyasa işlemleri ve bilgileri mevcut iken bazı varlık ve borçlar için bu bilgiler söz konusu olmamaktadır. İki durumda da değer mevcut piyasada, piyasa öğeleri arasında belirlenen değeri ifade etmektedir.

Net Gerçekleşebilir Değer

İşin normal akışı içerisinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve tahmini satış giderlerinin düşülmesi ile elde edilen tutarı ifade etmektedir (Karacan ve Uygun, 2017: 76). İşletmenin varlığının satılmasından elde etmeyi beklediği tutarı ifade eden net gerçekleşebilir değer, işletmenin satış fiyatından , satışa hazır hale getirilip satılana kadar gerçekleşen maliyetlerin çıkarılması sonucu oluşan tahmini değerdir. Bu kapsamda işletmeye özgü bir niteliği bulunmaktadır.

Nominal Değer

Bir varlığın, üzerinde yazılı olan değeri olarak ifade edilmektedir. Genel olarak işletmelerin sermaye tutarlarının belirlenebilmesi ve hisse senedi işlemleri ile ilgili muhasebe kayıtlarının yapılabilmesi amacıyla hisse senedine verilen değerdir. Yeni ihraç edilecek hisse senetleri nominal değer veya primli bir değerden ihraç edilebilmektedir, bu sebeple ihraç fiyatı nominal değere eşit olmak zorunda değildir ve nominal değerden yüksek olabilmektedir (İvgen, 2003: 25-26). İtibari değer olarak da ifade edilen nominal değer Vergi Usul Kanununun 266. maddesinde ‘‘her nevi senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değer’’ olarak tanımlanmaktadır. (Karacan, 2015: 29)

Gerçek Değer

Şirketin kârlılık durumu, varlıkları, dağıtılan kâr payları gibi çeşitli değişkenlerin bir araya gelmesi ile oluşan değer, şirketin gerçek değeri olarak ifade edilmektedir. Piyasa değerine nispeten daha az değişkenlik gösteren gerçek değerin, tam rekabet koşullarının hâkim olduğu piyasalarda pazar değerine eşit olacağı kabul edilmektedir. Birleşme kararının alınması sürecinde yapılacak teklifin belirlenmesi açısından gerçek değerin bulunması oldukça önem taşımaktadır (Çelik, 1999: 84).

İşletmenin gelir yaratma potansiyeli ve şirketten beklenilen kazançlar göz önüne alınarak, işletmeye uygun görülen değer olarak ifade edilmektedir. Olması gereken değer olarak da ifade edilebilmektedir.

Piyasa Değeri

Piyasa koşulları içerisinde gerçekleşen alım ve satım işlemlerine konu olan tutar olarak ifade edilmektedir. Arz ve talebe göre şekillenmektedir. Hisse senetlerinin sermaye piyasasında oluşan fiyatı olarak tanımlanmaktadır. Piyasa koşulları ve makro ekonomik dengelerde meydana gelen değişikliklerden etkilenen piyasa değeri, aynı zamanda kuramsal olarak hisse senedinin uzun vadede bulacağı gerçek değeri ifade etmektedir. Gerçek değeri yansıtıp yansıtmaması piyasaların etkinliğine bağlı olarak değişmektedir. Piyasaların etkin olduğu durumlarda piyasa değeri, gerçek değeri yansıtmaktadır (İvgen, 2003: 28).

Defter Değeri

Genel ifade ile defter değeri aktif bir varlığın kaydedildiği değeri ifade etmektedir. Kaydedilen varlığın amortismana tabi bir varlık olması durumunda ise varlığın kayıt edildiği değerden amortismanların çıkarılması ile defter değerine ulaşılmaktadır. Birleşmelerde defter değeri önemli bir role sahiptir, bu önemin sebebi genellikle cari değer ile kayıtlı olan değer, yani defter değeri arasında önemli farkların ortaya çıkmasıdır. Bu durumla birlikte uygulanan muhasebe politikalarının farklılaşması da aynı durumlarda farklı sonuçlara sebep olmaktadır (Çelik, 1999: 81).

2.4. DEĞERLEMENİN AMACI ve KULLANIM ALANLARI

Değerleme birçok amaca göre farklı yöntemlerle ve niteliklerle yapılabilmektedir. Şirketin amaçları yapılacak değerlemenin niteliğinin belirlenmesi açısından belirleyici roldedir. Değerlemeyi yapacak kişinin, değerlemeyi yapma amacı ve bu değerleme sonucunda almak istediği karar açısından kullanılacak değerleme yönteminin seçimi önem taşımaktadır. Bu nedenle öncelikle değerlemenin hangi amaçla yapıldığının belirlenmesi gerekmektedir.

Değerleme temel olarak (Thomas, 2010: 45);

- Şirketin alım satım işlemlerinde alıcı için ödenmesi gereken en yüksek fiyatın, satıcı için satmaya hazır olması gereken en düşük fiyatın belirlenmesi,
- Elde edilen değerin, hisse senedi piyasasındaki hisse fiyatları ile karşılaştırılarak, hisselerin satılması, satın alınması veya elde tutulması kararlarının alınması,
- Halka arzlarda, hisselerin halka arz edileceği fiyatın belirlenmesi,
- Yöneticilere değer yaratım konusunda yardımcı olması,
- Değerleme sonucunda ana değer unsurlarının belirlenmesi,
- Şirketlere faaliyetlerine devam etme, satma, birleştirme, büyüme gibi stratejik kararları almada gereken bilgileri sağlaması,
- Şirketin muhtemel politika ve stratejilerinin, değer yaratma konusunda etkinliğinin ölçülmesi amaçlarını taşıyabilmektedir.

Yukarıda belirtilen amaçlar kapsamında değerleme çeşitli kullanım alanlarında önem kazanmaktadır. Değerlemenin kullanım alanları, portföy yönetimi, satın almalar, kurumsal finans ve kredi analizi olmak üzere dört ana başlık altında ele alınacaktır.

2.4.1. Portföy Yönetiminde Değerleme

Değerleme basit veya pasif olarak nitelendirilebilecek bir yatırımcı için portföy yönetiminde, aktif bir yatırımcıya oranla daha az önem taşımaktadır. Değerleme aktif yatırımcılar için ise son derece önemlidir. Aktif yatırımcılar arasında bile farklı

yatırım türleri için değerlemenin niteliği ve rolü farklılıklar gösterebilmektedir. Şirket değerleme yöntemleri ile belirlenen değer hisse senedi fiyatları ile karşılaştırılarak alım veya satım kararı alınmaktadır (Damodaran, 2002: 8) Değerlemenin, değerlemeyi gerçekleştiren kişinin amacına göre değişim göstermesi sebebiyle yatırımcıların alacakları kısa vadeli veya uzun vadeli yatırım kararlarında da değerlemenin önemi, yöntemi ve fonksiyonu değişebilmektedir.

Kısa vadede çabuk ve sık karar almak zorunda olan bir yatırımcı ile uzun vadeli yatırım kararları alan bir yatırımcının hedefleri ve amaçları farklılık göstermektedir. Bu farklılık da yatırımcının kısıtları kapsamında kullanacağı değerleme yönteminin ve değerlemenin niteliğinin değişmesine sebep olmaktadır. Doğru değerleme yöntemi yatırımcıya, fırsatları değerlendirme şansı tanıyarak, zaman ve para kazandırabilmektedir.

2.4.2. Satın Alma Analizinde Değerleme

Değerleme, satın alma analizlerinin merkezinde yer almaktadır. Teklifi veren şirket veya birey teklif vermeden önce, hedefteki şirket için bir değer belirlemek ve bu değer kapsamında karar vermek zorundadır. Aynı şekilde hedef şirket, teklifi kabul veya ret etme kararını vermeden önce şirketin değerini belirlemektedir. Bu tür değerlemelerde, sinerji etkisinin ve değişen yönetimlerin yeniden yapılandırılmalarının, değer üzerindeki etkileri karar verme aşamasında dikkat edilmesi gereken özel durumlardır (Damodaran, 2002:)

Şirket sahipleri ile yöneticilerinin ayrı kişiler olması, yöneticilerin satış sonrası işlerini kaybetme veya kontrol güçlerini kaybetme gibi kaygıları sebebiyle bu tür değerlemelerde bazı sorunların yaşanmasına sebep olabilmektedir. Değerleme her ne kadar objektif temellere dayandırılarak yapılsa da süreç içerisinde tahminlere dayalı olması yöneticilerin, şirket sahiplerini satıştan vazgeçirmek adına, iyimser bir tablo çizerek şirketi yüksek değerlemelerine sebep olabilmektedir. Şirket alma analizlerinde yöntemin manipülasyona açık olması nedeniyle daha dikkat edilmesi gerekmektedir.

2.4.3. Kurumsal Finansta Değerleme

Şirket değerinin maksimizasyonunu amaçlayan kurumsal finans açısından, finansal kararlar, şirket stratejisi ve şirket değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi önemlidir. Danışmanlık şirketleri, kendilerine başvuran şirketlerin, şirket değerini nasıl geliştirecekleri konusunda tavsiyelerde bulunmaktadır. Onların önerileri çoğu kez bu şirketlerin yeniden yapılandırılmasına zemin hazırlamaktadır. Bir şirketin değeri, hangi projeleri aldığı, onları nasıl finanse ettiği ve kâr payı politikasıyla ilgili kararlarıyla doğrudan ilişkilendirilebilmektedir. Bu ilişkiyi anlamak, değer katan kararlar vermek ve doğru bir yeniden yapılandırma yapabilmek için önem taşımaktadır. (Damodaran, 2002: 9)

2.4.4. Kredi Analizinde Değerleme

Şirketlerin diş kaynaklarını temin ettikleri kredi kuruluşları, şirketlere belli dönemlerde fon sağlayarak yatırımlarına veya faaliyetlerine destek sağlamaktadır. Bu gibi zamanlarda kredi kuruluşlarının borç verme kararlarında dikkatli olmaları gerekmektedir. Şirketlerin değerlerinin tespit edilmesi, kredinin doğru yerlere yönlendirildiğini ve etkin kullanılmış olmasını sağlamaktadır. (Aydın Y., 2012: 96) Kredi kuruluşlarının değerlemeyi kullanarak, kredi verilecek şirketi iyi analiz etmeleri ve değerini doğru bulmaları hem kredinin geri dönüşünü hem de iş akışı içerisinde nakdin planlı sirkülasyonunu sağlayarak, kredi kuruluşuna fayda sağlayabilmektedir.

2.5. DEĞERLEME İLE İLGİLİ GÖRÜŞLER

Değerleme sürecinde dikkat edilmesi gereken bazı kritik noktalar bulunmaktadır. Sürecin daha doğru işleyebilmesi ve başarılı olabilmesi için değerlemenin doğru algılanması ve sürecin benimsenmesi gerekmektedir. Değerleme yapılırken finansal bilgilerin yanı sıra değerlemeye konu olan şirketin özelliklerinin ve içinde bulunduğu şartların da iyi bilinmesi gerekmektedir.

Değerlemenin daha doğru algılanabilmesi için değerleme hakkında bilinmesi gereken kritik noktalar şöyle sıralanmaktadır (Thomas, 2010:49);

- Değerleme bir süreçtir. Beklenen riskleri tahmin etme, farklı işletmelerin ve iş birimlerinin durumunu belirleme süreci oldukça önemlidir.
- Şirketin yöneticileri, şirketin yer aldığı sektörün ve şirketin nakit akım projeksiyonlarının analizine dâhil olmalıdır.
- Değerleme sadece finansal yönetim tarafından yapılması gereken bir görev değildir. Diğer bölümlerin yöneticilerinin de şirketin gelecekteki nakit akışlarını, risklerini tahmin etmede yardımcı olması hayati önem taşımaktadır.
- Nakit akışlarının tahmin edilmesi ve riskin kalibrasyonunun yapılması sürecinde, her bir iş biriminin stratejisi hesaba katılmalıdır.
- Değer, gelecekteki beklentilere bağlı olsa da farklı iş birimlerinin finansal, stratejik ve rekabetçi gelişiminin kapsamlı bir tarihi analizi, tahminlerin tutarlılığı açısından yardımcı olabilmektedir.

Değerleme sürecinde dikkat edilmesi gereken kritik noktalar ile birlikte değerleme yapılırken dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur ise değerleme hakkında doğru bilinen yanlışlardır. Değerleme farklı durumlarda ve farklı ortamlarda taşıdığı önem ve niteliği bakımından değişkenlik göstermektedir. Her ne kadar şirketler değerleme sonucuna göre hareket etse de burada önemli nokta, değerleme sonucunun sadece bir yol gösterici olduğudur. Kesin ve tartışmasız bir sonuç olmadığının başka kişilere, farklı beklentilere göre farklı sonuçlar doğurabileceğinin unutulmaması gerekmektedir.

Değerleme ile ilgili doğru olarak kabul edilen bazı yanlışlar temel olarak şunlardır;

1. Değerlemede modellerin niceliksel olması, değerlemenin objektif olduğunu göstermektedir.

Değerleme tam olarak gerçek değerin bulunmaya çalışıldığı bir bilim değildir. Kullanılan modellerin niceliksel olması değerlemede kullanılan girdilerin öznel

kararlar içerdiği gerçeğini unutturmamalıdır. Süreç içerisinde değerlemeyi yapan kişinin varsayımları ile değerleme gerçekleşmektedir. Değerlemeye başlamadan önce tüm önyargıların kaldırılması gerekli olsa da bu söylendiği kadar kolay olamamaktadır (Damodaran, 2002: 2).

Toplumda bilinen şirketler ile ilgili akılda kalan değerli veya değersiz algısı, kişilerin duygusal bağları ve çıkarları gibi konular yapılacak varsayımlar üzerinde etki edebilmektedir. Daha sağlıklı bir değerleme yapılabilmesi için bu tür ön yargılar daha aza indirgenmeli ve makul seviyede, kabul edilebilir bir düzeyde değerleme faaliyeti gerçekleştirilmelidir.

2. İyi bir değerleme sonuç olarak kesin bir değer tahmini sunmaktadır.

Titiz ve detaylı yapılacak bir değerleme sürecinde bile şirketin ve dâhil olduğu ekonominin geleceği ile ilgili bir çok belirsizlik söz konusu olacaktır. Makul bir hata payının olduğunu unutmamak gerekmektedir (Damodaran, 2002: 2).

Dış faktörlere bağlı olan çevresel belirsizliklerin, birçok bilinmeyen değişkeni içinde barındırması nedeniyle, değerlemeyi yapan kişinin donanımlı olmasına rağmen, değerlemenin kesin bir sonuç vermesi, değişen çevre ve koşullar ve bu koşulları üzerinden varsayım yapma ihtiyacı nedeniyle mümkün olamamaktadır.

3. Daha niceliksel bir model daha iyi bir değerleme imkanı sağlamaktadır.

Kullanılacak modelin daha komplike hale getirilmesi ve tüm verileri ile birlikte eksiksiz elde edilmesi daha iyi sonuçlar sağlayabilmektedir. Fakat bu her zaman geçerli değildir. Niceliksel yöntemler değerlemenin etkinliğini arttırsa da değerlemenin daha komplike bir hal alması, daha fazla veri kullanılmasına neden olmaktadır. Daha fazla veri kullanılması ise hata yapma ihtimalini arttırmaktadır. Verilerin artması ve varsayımların çoğalması yapılacak hata riskini arttırmak ile birlikte değerlemeyi gerçekleştirecek kurum veya kişinin kafasını karıştırarak, hata yapma riskini arttırmaktadır (Damodaran, 2002: 3).

Değerlemenin daha fazla veri ile karışık bir hal almasından ziyade gerekli verilerin kullanılması, hem hata payının azalmasına hem de daha sağlıklı sonuca daha kısa sürede ulaşılmasına sebep olabilmektedir. Fazla veri içerisinde karışıklaşan bir durum, niceliksel modelin etkinliğini azaltarak hata yapma ihtimalini arttırabilmektedir.

4. Değerlemede süreç önemsiz, sonuç önemlidir.

Değerleme süreci, şirketlere değer arttıran veya değerin azalmasına yol açan değişkenleri göstermesi açısından önemlidir. Sonuç, alınacak karar aşamasında şirketin yüksek mi değerlenmiş yoksa düşük mü değerlenmiş sorusuna cevap verirken, süreç işletmeye ileri de değerini arttırma imkanı ve vereceği kararlarda değer yaratımı açısından yol gösterici bir rol üstlenmektedir. Bu nedenle sadece sonucu önemseyerek, sürecin değersizleştirilmesi, şirketin değer yaratma sürecinde eksik kalmasına neden olabilmektedir (Damodaran, 2002: 4).

5. İyi bir şekilde araştırılan ve gerçekleştirilen değerleme ebedidir.

Değerleme, şirket bilgileri ile birlikte şirketin içinde bulunduğu çevre ile ilgili bilgiler dikkate alınarak yapılmaktadır. Değerleme sonucunda bulunan sonuç, mevcut zamanda elde edilen bilgi ve bu bilgiler sonucunda ulaşılan varsayımlara dayanmaktadır. Zaman içerisinde mevcut koşulların değişmesi, bilinmeyen etkenlerin netlik kazanması gibi durumlar sonucunda, ulaşılan değer değişim gösterebilmektedir (Damodaran, 2002:5).

6. Değerleme sadece etkin olmayan pazarlarda yararlı olmaktadır.

Bu görüş etkin piyasalarda oluşan fiyatların gerçek değer olduğu varsayımına dayanmaktadır. Etkin bir piyasada fiyat ile değer arasında fark oluşmazken, etkin olmayan piyasalarda fiyat ile değer arasında bir fark oluşmaktadır ve bu farkın fark edilmesi durumunda kazanç sağlamak mümkün olmaktadır. Sonuç olarak etkin olmayan piyasalarda değerleme önem kazanırken, etkin piyasalarda değerlemenin bir öneminin kalmadığı kabul edilmektedir. Bu noktada değerleme, etkin piyasalarda,

zaman içinde fiyatların nasıl değiştiğinin belirlenmesi ve fiyatın gerçek değer olduğunun kanıtlanması için bir araç olarak kullanılabilmektedir. (Damodaran, 2002: 6).

2.6. DEĞERLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Teorik olarak değerin, kullanılan değerleme yöntemlerinden bağımsız olması gerekmektedir. Fakat pratikte durum bu şekilde gerçekleşmemektedir. Teorinin pratiğe geçmemesinin temel nedeni, kullanılabilecek her bir yöntemin gereksinim duyduğu girdinin farklı olmasıdır. Bu durum nedeniyle değerlemede hangi yöntemin kullanılacağı sorusu ortaya çıkmaktadır (Feldman, 2005: 45). Şirketin içinde bulunduğu sektör, ulusal ve uluslararası pozisyonu, ana faaliyet konusu, rakipleri, bulunduğu ülkede uygulanan yasal düzenlemeler, toplumun değer yargıları kullanılacak değerleme yönetiminin seçiminde önemli bir belirleyicidir (Berk, 2010:61).

Bu denli farklı değişken ve farklı amaç sonucunda değerleme sürecinde kullanılan yöntemler oldukça çeşitlenmektedir. Aynı şekilde bu yöntemlerin kategorize edilmesinde de çeşitli yorumlar söz konusudur. Çalışmada kullanılacak değerleme yöntemleri aktif bazlı değerleme, gelir bazlı değerleme ve göreceli değerleme olmak üzere 3 temel başlıkta incelenmiştir. Bu başlıklar ile birlikte literatürde yer alan ve alternatif olarak sunulan değerleme yöntemleri dördüncü bir başlık olarak alternatif değerleme başlığı altında ele alınacaktır.

2.6.1. Aktif Bazlı Değerleme Yöntemleri

Değerleme metodolojisi açısından en zayıf olan yöntem olarak kabul edilen aktif bazlı değerleme yöntemleri, yerine koyma açısından minimum değeri oluşturmaktadır (Berk, 2010:83). Kayıtlı değer olarak da isimlendirilen bu yaklaşımın özünde, işletme değerinin bilançodan takip edilebildiği ve bilanço kalemlerinden bulunduğu görüşü yatmaktadır (Chambers; 2005: 178).

İşletme varlıkları için etkin bir ikinci pazarın olmaması, varlıkların değerinin değişebilme ihtimalini göstermektedir. Bir başka açıdan ele alındığında sadece fiziksel varlıkları kapsaması lisans, patent, know how, satıcı ve müşteri avantajları, marka değeri gibi maddi olmayan varlıkları değerleme dışı bırakması veya tam değerinin belirlenmesinin kolay olmaması sebebiyle yöntemin uygulama yeteneği sınırlı kalmaktadır (Berk, 2010:87).

Aktif bazlı değerleme yöntemleri yaygın bilinirliğe sahip olan net aktif değeri, defter değeri ve tasfiye değeri olmak üzere üç başlık altında incelenecektir.

2.6.1.1. Net Aktif Değeri

İşletmenin, elinde bulundurduğu varlıkların hepsini piyasa değeri ile elden çıkararak, mevcut borçlarının piyasa değerini ödemesi sonucunda elinde kalan tutar, net aktif değer olarak ifade edilmektedir (Massari, 2014:129). Yöntem, varlıkları ve borçları mevcut kayıtlı değerler üzerinden değerlemek yerine güncel piyasa değeri üzerinden hesaplayarak, defter değerinin zamansal olarak getireceği sorunlardan arınmaktadır. Yöntemin formülü şu şekilde oluşmaktadır;

Net Aktif Değeri = Aktif Piyasa Değeri – Borçların Piyasa Değeri

İşletme varlıklarında yer alan kalemlerin her birinin, piyasa değerinin bulunmasının kolay olmaması ve bazı kalemlerin gerçek değerlerinin belirlenmesinin oldukça güç olması yöntemin zayıf yönlerinden biri olarak ifade edilmektedir. Özellikle maddi olmayan duran varlıkların gerçek değerlerinin bulunması oldukça karışık ve zor bir durum olarak ortaya çıkmaktadır.

2.6.1.2. Defter Değeri

Defter değeri, muhasebe değeri veya kayıtlı değer olarak da isimlendirilmekle birlikte, işletmenin aktif toplamından yabancı kaynaklar toplamının çıkarılması sonucu bulunan öz kaynak tutarını ifade eden değerdir.

Defter değeri= Aktif Toplamı – Yabancı Kaynaklar Toplamı

Defter değeri, işletmenin ilk kayıt anında yazılan değer olması sebebiyle özellikle enflasyon oranı yüksek ülkelerde zamanla anlamını yitirmektedir. Zaman içerisinde enflasyon sebebi ile kayıtlı tutarlar gerçek değerinden oldukça uzak bir hal almaktadır. Bu durum defter değeri ile piyasa değeri arasında farkın oluşmasına ve bu farkın zamanla açılmasına sebep olmaktadır.

Defter değeri yöntemi, yeni kurulmuş işletmelerde, banka gibi varlık yapısı genellikle parasal varlıklardan oluşan finansal kuruluşlarda, kazançları dengesiz veya geleceğe yönelik gelirleri yüksek belirsizliğe sahip işletmelerde değerleme açısından önem taşımaktadır (Demirkol, 2007:16).

2.6.1.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, piyasa değeri için bir alt unsur oluşturması açısından, piyasa değerinin araştırılması aşamasında önem taşımaktadır. Şirket varlıklarının belirli bir zaman dilimi içerisinde, zorunlu satışı ile elde edilecek değer üzerinden bütün borçların ödenmesi ile elde edilen tutar tasfiye değerini ifade etmektedir (Ataman ve Kibar, 1999: 70-71).

Bu yöntemle bulunan değer, sadece faaliyeti sonra eren işletmeler için uygun olmakta, faaliyetine devam eden işletmeler için ise anlamlı bir sonuç vermemektedir. İşletmelerin işleyiş değerlerinin olması ve faaliyetine devam eden işletmenin değerinin, sinerji etkisi ile her parçasının ayrı değerinden yüksek olması, yöntemin faaliyeti devam eden işletmeler için uygulanmasının anlamlı olmadığını göstermektedir (Demirkol, 2007:18).

Tasfiye değeri, işletmenin sahip olduğu tüm varlıklarının kısa zaman içerisinde satılıp mevcut borçların ödenmesi ile bulunması sebebiyle, mevcut değerleme yöntemleri arasında işletme değerini en düşük gösteren yöntemdir.

2.6.2. Gelir Bazlı Değerleme Yöntemleri

Gelir bazlı değerleme yöntemleri, şirketlerin gelecek dönemlerinde yaratacakları gelirleri ve nakit akımlarını baz alan değerleme yöntemlerini kapsamaktadır. Gelir bazlı değerleme yöntemleri, gelecekte sağlanacak faydaların bugünkü değerlerinin şirketin değerini belirlediği görüşüne dayanmaktadır.

Genel tanımıyla gelir bazlı değerleme yöntemleri açısından incelemeye alınacak yöntemler, indirgenmiş nakit akımları yöntemleridir. Özellikleri itibari ile gelecekte işletmenin sağlayacağı gelirleri baz alan indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, şirketlere çeşitli avantajlar sağlamaktadır, bu avantajlar şöyle sıralanmaktadır (Copeland ve Weston, 2004:);

- Bütün projeler için tutarlı ve net bir karar kriteridir
- Yatırımcı riskinden bağımsız hareket etmektedir.
- Niceliksel makul bir hassasiyet düzeyi ile hareket etmektedir ve rasyoneldir
- Yaygın olarak kabul görmektedir ve nispeten basittir
- Muhasebe düzeni ve muhasebe politikalarındaki farklılıklara karşı savunmasız değildir

Bu avantajlar ile birlikte, nakit akımlarının kolayca hesaplanabilmesi ve amortisman giderlerinin hesaplamalarda dikkate alınması nedeniyle, yöntem daha gerçeğe yakın sonuçlar vermektedir. Aynı zamanda yapılacak hesaplamalarda, amortismanın da etkisinin olması nedeniyle yöntem, hızlandırılmış amortisman yöntemini kullanan işletmeler açısından, diğer amortisman yöntemlerini kullanan işletmelere oranla daha önemli bir hale gelmektedir (Ataman ve Kibar, 1999: 118).

Nakit akım türlerini, kâr paylarının indirgenmesi, öz sermayeye yönelik nakit akımları, şirkete yönelik nakit akımları olarak üç türde incelemek mümkündür. Kâr paylarının indirgenmesi ve Öz sermayeye yönelik nakit akımları yöntemlerinde indirgeme oranı olarak öz sermaye maliyeti kullanılmakta, şirkete yönelik nakit akımları yönteminde ise indirgeme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Şirketlerin dağıtabilecekleri kâr payları içerisinden, nispeten daha az bir payı ortaklara ödemeleri sebebiyle kâr paylarının indirgenmesi yöntemi diğer

yöntemlere kıyasla daha düşük çıkmaktadır. Öz sermayeye yönelik nakit akımları yönteminde ise borçlanma seviyesindeki değişim zaman içerisinde tahmin edilmesi zor bir hal alacağından bu yöntemin kullanımında zorluklar ortaya çıkabilmektedir. Şirkete yönelik nakit akımları yönteminde, borçlanma öncesi nakit akımları ele alındığından bu yöntem borçlanma düzeyindeki değişikliklerden etkilenmemektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:107-109).

Nakit akımı analizinin karmaşıklığı ve veri edinebilme güçlüğü söz konusudur (Berk, 2010: 97). İndirgenmiş nakit akımlarının karmaşık yapısı, kullanılacak verilerin çokluğu, gelecekle ilgili yapılacak varsayımların sübjektifliği, modelin dezavantajları olarak nitelendirilmektedir (Chambers, 2005:211).

Indirgenmiş nakit akış modelini kullanmadan önce farkında olunması gereken en önemli husus, kararlar alınırken risklerin ve belirsizliklerin arttığı fakat bu belirsizliklerin zaman içinde bilinir bir hale geldiğidir. Bilinir hale gelmesi ile yönetimin kararlarını bu bilgiler ışığında hareket ederek, stratejik esneklikle değiştirebileceği gerçeğini unutmamak gerekmektedir. İndirgenmiş nakit akım modeli gelecekte tüm sonuçların sabitlendiğini varsaymaktadır. Bununla birlikte gerçek iş ortamı son derece akıcıdır ve yönetim koşullar farklı olduğunda uygun değişiklik yapabilme esnekliğine sahiptir (Copeland ve Weston, 2004:).

$$Değer = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{N.A._t}{(1+r)^t}$$

$N.A._t$ = Şirketin t zamanı içersinde nakit akımları

n = Nakit akımlarının hesaplanacağı süre

r = İskonto oranı

2.6.2.1. Öz Sermayeye Serbest Nakit Akımı Yöntemi

Öz sermayeye serbest nakit akım yöntemi, kâr payına dayalı değerleme modeline benzemekle birlikte, kâr payına dayalı değerleme yönteminde kullanılan kâr payının yerine, nakit akımlarını kullanmaktadır. İşletmede kullanılan serbest nakit akım, işletmenin faiz ödemelerinden önce, vergi sonrası faaliyet kârından

işletmenin varlığını sürdürebilmesi açısından gerekli olan yatırım sermayesi tutarı çıkarıldıktan sonra elde edilen değeri ifade etmektedir (Berk, 2010: 96).

Her bir döneme ait hesaplanmış olan öz sermaye serbest nakit akımlarının, hissedarların beklediği getiri oranı olarak ifade edilen öz sermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgenerek, şirketin öz sermayesinin olması gereken değeri tespit edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005:341).

Birçok işletmenin kâr payı ödememesi sebebiyle hissedarlara nakit akım yaratılırken, kâr payı modeline göre yapılacak değerlemenin gerçek nakit kapasitesini göstermeyebileceği dikate alınmalıdır. Bu nedenle öz sermayeye nakit akım yöntemi indirgenmiş kâr payı yöntemine göre avantajlıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 132).

ÖSNA	Net Kâr
	Amortismanlar
	Sermaye Harcamaları
	İşletme sermayesindeki Değişim
	Anapara Geri Ödemeleri
	Yeni Borçlar

Öz sermayeye serbest nakit akılarının bulunması ile birlikte şirket değeri serbest nakit akımlarının öz sermaye maliyetine bölünerek iskonto edilmesi ile bugünkü değerlerine indirgenmektedir.

$$\text{Öz } Sermaye\ Maliyeti = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Ö}.N.A._t}{(1+k_e)^t}$$

$\text{Ö}.N.A._t$ = t zamanı içerisinde öz sermayeye nakit akımları

k_e = Öz Sermaye maliyeti

n = Nakit akımlarının hesaplanacağı süre

2.6.2.2. Şirkete Serbest Nakit Akımları Yöntemi

Hesaplanan nakit akımlarının tüm kaynak sahiplerine olan nakit akımlarını içermesi sebebiyle iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu yöntemle şirket hissedarları imtiyazlı hissedarlar ve şirkete borç verenler dâhil olmak üzere tüm yatırımcılar için nakit akımları dikkate alınmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:348).

ŞSNA	Faaliyet Kârı
	Amortismanlar
	Sermaye Harcamaları
	İşletme sermayesindeki Değişim

Şirkete serbest nakit akımların bulunması ile birlikte bulunan nakit akımlarının, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bölünerek bugünkü değerlerine indirgenmesi sonucunda işletmenin değeri bulunmaktadır.

$$Şirket\ Değeri = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ş.N.A._t}{(1+AOSM)^t}$$

$Ş.N.A._t$ = t zamanı içerisinde şirkete nakit akımları

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

n = Nakit akımlarının hesaplanacağı süre

Şirkete serbest nakit akımları yöntemi daha çok şirket devir almaları veya birleşmeleri kararlarında kullanılmaktadır, formüllerde kâr payı yerine serbest nakit akışı kullanılmaktadır (Sarıkamış, 2000:243).

2.6.2.3. İndirgenmiş Kâr Payı (Temettü) Yöntemi

Bir ortaklığın gerçek değerinin, gelecekte ortaklara dağıtılacağı ümit edilen kâr paylarının bugünkü değeri toplamı olarak nitelendirilmektedir (Sarıkamış, 2000:231).

Yöntem, hisse senedinin yatırımcıya ileride kazandırabileceği temettülerin bugünkü değeri ile hisse senedinin elden çıkarıldıktan sonra ulaşılacak fiyatın bugünkü değerinin toplanması ile gerçek değere ulaşılabileceğini öngörmektedir (Ercan ve Ban, 2005:126).

$$Temettülerin\ Bugünkü\ Değeri = \frac{T_1}{1+r} + \frac{T_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{T_n}{(1+r)^n}$$

T = Dağıtılacak kâr payı (Temettü)
r = İskonto oranı (öz sermaye maliyeti)

$$Hisse\ Senedinin\ Piyasa\ Fiyatı\ (P) = \left[\sum_{t=1}^{t=n} \frac{T_t}{(1+r)^t}\right] + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

P_n = Hisse senedinin son yılda elden çıkarma değeri
T = Dağıtılacak kâr payı (Temettü)
r = İskonto oranı (öz sermaye maliyeti)

Kâr paylarının tahmini oldukça güçtür. Bu noktada tahminin yapılabilmesi için sonsuza kadar eşit kâr payı elde edilmesi, kâr paylarının sonsuza kadar sabit bir hızla büyümesi, kâr paylarının belli bir zaman diliminden sonra sabit hızla büyümesi gibi çeşitli varsayımlar kullanılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 128).

Bununla birlikte, aşağıda belirtilen koşulların geçerli olması şartıyla kâr payının değerleme açısından hiçbir etkiye sahip olmadığı ileri sürülmektedir (Sarıkamış, 2000:238)

- Sermaye pazarında tam rekabet koşullarının hâkim olması,
- Pay senedi çıkarılması için katlanılan herhangi bir masrafın olmaması,
- Herhangi bir vergilemenin yapılmaması,
- Şirketin belli bir yatırım politikası olması ve bu politikanın değişmesinin söz konusu olmaması,

- Yatırımcılar için şirketin gelecekteki yatırımları ve kârları konusunda herhangi bir belirsizlik olmaması.

Bu görüşe göre bahsedilen varsayımlar altında, işletme kâr paylarını dağıtmayıp şirkette bırakabilir veya kâr payı dağıtılıp yeni pay senedi çıkarabilir ve böylece pay senedinin gerçek değeri üzerinde kâr payının etkisi olmaz (Sarıkamış, 2000:238). Ampirik kanıtlar kazançlarının yüzdesi ele alındığında daha fazla temettü ödemesi gerçekleştiren şirketlerin pay fiyatlarında bir artış elde etmediğini göstermektedir. Bunun temel nedeni, bir şirketin daha çok temettü dağıtması durumunda büyümesinin azalmasından kaynaklanmaktadır, çünkü parayı yeni yatırımlara yönlendirmek yerine pay sahiplerine dağıtmaktadır (Thomas, 2010: 46).

2.6.3. Göreceli Değerleme Yöntemleri

Göreceli değerleme, bir varlığın değeri, kârlar, nakit akışları, defter değeri veya gelirleri gibi ortak bir değişken kullanılarak standartlaştırılan 'karşılaştırılabilir' varlıkların fiyatlandırılmasından elde edilmektedir. Bu yaklaşımın bir örneği, bir şirketin değerinin belirlenmesi için ortalama bir sektör oranının kullanılmasıdır. Bu, sektördeki şirketlerin, değeri belirlenmiş şirketlerle karşılaştırılabilir olduğunu ve pazarın ortalama olarak bu şirketleri doğru fiyatlandırdığını varsaymaktadır. Karşılaştırılabilir şirketlere kıyasla, defter değerinin altında iskonto ile satış yapan şirketler düşük değerlenmiş olarak değerlendirilmektedir. Bu yöntem genellikle benzer karakterde şirketlerin karşılaştırılarak değerleme yapılması için kullanılmaktadır (White, 2009: 31).

Yöntemin temeli karşılaştırma esasına dayandığından, birçok farklı yöntem kullanabilmektedir. Yatırımcıların bir kısmı şirketin satışları ile ilgilenirken bir kısmı varlıklarla ilgilenebilmektedir. Aynı şekilde kıyas yapılırken farklı zaman değerleri kullanılabilmektedir, bu da yöntemde çok çeşitli oranların olmasından kaynaklanmaktadır.

Göreceli değerlemede oranlar, özellikle finansal analizler, yöneticiler, kredi verenler, ortaklar ve potansiyel yatırımcılar açısından önemlidir. Bu analiz türünde

mali tablo kalemleri arasındaki ilişkiler dikkate alınmaktadır. Oranlarının hesaplanması analizin mekanik yönünü oluşturmaktadır. Modelde asıl önemli olan, hesaplanan oranların yorumlanması ve değerlendirilmesidir. Değerleme yapılırken aşağıdaki ölçülerden yararlanılmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:93):

-Oranlar geçmiş faaliyet dönemleriyle karşılaştırılmakta,

-Oranlar aynı faaliyet kolunda yer alan benzer şirketlerin oranlarıyla ve sektör ortalamasıyla karşılaştırılmakta,

-Oranlar deneyimler sonucu bulunan standart oranlar ile karşılaştırılmaktadır.

Oranların çekiciliği basit ve kullanımlarının kolay olmasıdır. Oranlar, şirketler ve varlıklar için hızlı bir şekilde değer tahminleri almak için kullanılabilmektedir. Finansal piyasalarda işlem gören çok sayıda şirketin bulunduğu ve piyasada ortalama olarak şirketlerin doğru fiyatlandığı durumlarda, yöntem kullanıcılara oldukça önemli yararlar sağlamaktadır. Ancak yöntem, kötüye kullanıma ve manipülasyona açıktır. Bu durumla birlikte hiçbir şirket, risk ve büyüme açısından birbirine tam olarak benzememektedir. Karşılaştırma yapılacak grubun doğru seçilememesi, değerlemenin yanlış sonuçlar vermesine yol açabilmektedir (White, 2009:32). Bu kapsamda bir diğer sorun da piyasanın yüksek değerlenmiş olması olasılığıdır.

Göreceli değerlemenin nispeten daha kolay uygulanabilir olması, varsayımlar veya belirsizliği yüksek tahminlerden uzak olması, yöntemin avantajları olarak ifade edilebilmektedir, fakat bir şirketin büyümesini, riskini ve nakit akışlarını hesaba katmaması sebebiyle özellikle, piyasanın yüksek veya düşük değerlendiği durumlarda, yöntem tutarsız sonuçlar verebilmektedir (Kulalı ve Bilir, 2013: 160-161).

Göreceli değerlemede değerlenmesi yapılacak şirketin değeri, şirkete ait satışlar, defter değeri gibi değişkenlerin başka şirketlerin değerleri ile karşılaştırılarak, karşılaştırma yapılan şirket hisse senetlerinin değerleri baz alınarak hesaplanmaktadır. Bu nedenle yöntem, halka açık olmayan şirketler açısından oldukça uygun olmaktadır. Karşılaştırılabilir şirket bulmanın zorluğu, yöntem açısından sorun yaratmaktadır. Çünkü aynı sektörde dahi olsa şirketlerin taşıdıkları

riskler, büyüme oranları, nakit akımları gibi birçok değişken farklılık göstermektedir (Kulalı ve Bilir, 2013: 156-157).

Arz talep dengesi sonucu piyasada oluşan tutar, piyasa değeri olarak adlandırılmaktadır. Göreceli değerlemede amaç; piyasada oluşan bu fiyatlar ele alınarak, benzer şirketlerin fiyatları göz önünde bulundurularak şirketin değerinin tespit edilmesidir. Bu nedenle yöntem piyasa değeri yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır. Yöntem de öncelikli olarak kullanılacak oranlar bulunmakta ve sonrasında değerleme yapılacak şirketlerle ilgili oranlar dikkate alınarak karşılaştırma yapılmaktadır (Chambers 2005:178). Oranların çok çeşitli olması ve her sektör için farklı oranların uygun olması sebebiyle, kullanılacak orana değerlemenin yapılacağı şirketin yer aldığı sektöre göre karar verilmelidir (Kulalı ve Bilir, 2013: 159). Göreceli değerlemenin doğruluğuna etki eden faktörler şöyle sıralanmıştır (Chullen vd, 2015: 643):

- Karşılaştırılabilir şirket seçimi,
- Satışlar ve kâr gibi oranlarda kullanılan verilerin güncelliği,
- Oranlar için seçilen veriler,
- Karşılaştırılıbilir oranlara uygulanan toplama ölçütü.

2.6.3.1. Fiyat Kazanç Oranı Yöntemi

Pay başına net gelir veya kâr payı kullanılarak gerçek değeri hesaplama oldukça detaylı bir çalışma gerektirmektedir. Yatırımcı hızlı bir şekilde sonuca ulaşmak isteyebilmektedir ve böyle bir durumda F/K oranı yöntemini kullanmak, yatırımcıya hızlı bir şekilde istediği sonucu elde edebilmesine imkân sağlayabilmektedir. (Sarıkamış, 2000:244).

Kolaylığının etkisi ile en çok kullanılan yöntemlerden biri olan fiyat/ kazanç oranı yönteminde, esas faktör hisse başına düşen net kârdır. Hesaplamaya alınan kâr verisi gerçekleşen, bir başka ifade ile geçmiş, verilerden elde edilebileceği gibi tahminler veya gelecek birkaç yılın öngörüleri sonucu elde edilen ortalama kâr verileri olarak da belirlenebilmektedir. Oran, hisse senedinin piyasa fiyatının hisse

başına kâra bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntem ile gerçek değer, oranın hisse başına net kâr ile çarpılması sonucu elde edilmektedir (Ercan ve Ban, 2005:123).

$$\text{F/K Oranı} = \frac{\text{Hisse Senetlerinin Toplam Değeri}}{\text{Toplam Net Kâr}}$$

Veya

$$\text{F/K Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

Olarak formüle edilebilir.

Yöntemin esas konusu, pay senedi değeri ile işletmenin pay başına düşen net kâr değeri arasındaki ilişkiyi incelemektir. Sözü edilen net kâr başka bir ifade ile dağıtılabilir kâr olarak nitelendirilebilmektedir. Burada net kâr olarak bahsedilen kâr tutarı, kurumlar vergisi ve fonlara ilişkin yasal yükümlülükler ile yedek akçe, ayrıcalıklı pay sahipleri, kurucu pay sahipleri, yönetim kurulu ve çalışanlara ödenmesi gereken tutarlar ayrıldıktan sonra kalan tutarı ifade etmektedir (Ataman ve Kibar, 1999: 119).

F/K oranı uygun değeri, aynı sektörde yer alan benzer işletmelere ait katsayıların ortalaması veya işletmenin geçmiş verilerinin ortalaması alınarak hesaplanabilmektedir (Ataman ve Kibar, 1999: 119).

Oranın nispeten yüksek olması şirketin gelecekte yüksek kâr beklentisini ve tahmin edilen nakit akımlarının beklenenden daha düşük bir oranla iskonto edildiğini göstermektedir. Oranın düşük olması, eğer piyasada var olan kötümser tahminlere bağlanıyorsa, risk faktörü farklı hisse senetlerinin risk faktörleri eşitlendiği durumlarda düşük fiyat/kazanç oranına sahip hisse senetlerini alan yatırımcıların beklenenin üstünde bir getiri sağladığını gösterebilmektedir. Ayrıca bu noktada İşletmenin piyasa performansı, bulunduğu iş kolu ve sektör için hesaplanan oran ile karşılaştırılarak incelenmektedir (Berk, 2010: 66).

2.6.3.2. Piyasa Değeri/ Defter Değeri Yöntemi

Yöntemin amacı, şirketin piyasa değerinin bilançoda yer alan defter değerinden ne oranda yüksek veya düşük değerlendiğini, sektördeki diğer şirketlerle de karşılaştırarak ortaya koymaktır. Bu yöntemle sektörde yer alan şirketlerin oranları hesaplanarak bir ortalama alınmakta ve sektör ortalaması hesaplanmaktadır. Yöntemden beklenilen, bulunan ortalamanın şirketin defter değeri ile çarpılarak şirketin olması gereken değerinin bulunmasıdır (Ercan ve Ban, 2005:125).

Yöntem başka bir ifade ile gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde, piyasada işlem gören bir hisse senedinin alması gereken fiyatın tespit edilmesi amacıyla kullanılmaktadır. Bu noktada şirketin geçmiş verileri veya sektörün içerisinde yer alan şirketlerin verilerinden elde edilen uygun bir katsayı bulunmaya çalışılmaktadır. Gerçek değerin bulunabilmesi için elde edilen katsayı, belirlenen defter değeri ile çarpılarak gerçek değere ulaşılmaktadır (Ataman ve Kibar, 1999:119).

PD/DD oranı yaklaşımına göre işletmenin pazar kapitalizasyonu ile defter değeri arasındaki fark entelektüel sermayenin değerini göstermektedir (Berk, 2010: 98). Defter değeri bilanço kalemlerini ele alırken, bilanço içerisine yansıtılamayan ve varlık sınıflandırması içine girmeyen kalemlerin aradaki farka sebep olduğu ifade edilmektedir.

$$\text{PD/DD} = \frac{\text{Hisse Senetlerinin Toplam Değeri}}{\text{Defter Değeri}}$$

PD/DD oranı yöntemine yapılabilecek en önemli eleştiri, sektörde yer alan şirketlerin birbirlerine benzer şirketler olsalar dahi farklı muhasebe uygulamaları ve temettü dağıtım politikaları sebebiyle, farklı değerlendirilmelere neden olabilmeleridir. Bu durumlar dikkate alınmadan yapılacak değerlemeler sağlıklı sonuçlar vermeyebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005:125).

2.6.3.3. Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi

Yöntem, Fiyat/Kazanç oranına alternatif olarak oluşturulmuştur. Piyasa değeri ile nakit akımları arasında bir ilişki kurarak, benzer şirketlerin değerinin tahmin edilmesi amaçlanmaktadır. Amortisman uygulamalarının farklı olması sebebiyle net kâr yaklaşımı yerine nakit akım yaklaşımının kullanılması, şirket değerinin belirlenmesi açısından yarar sağlamaktadır (Toraman ve Körpi, 2015: 44). F/NA oranının uygulanmasında benzer şirketlerin oranları tespit edilip, değerlemenin yapılacağı şirketin belirlenen nakit akım tutarı çarpılarak şirket değeri hesaplanmaktadır. Yöntemde kullanılan nakit akımlar basit bir hesapla yapılmaktadır ve net kâr ile amortismanların toplanması sonucu bulunmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 34).

Bu bilgiler doğrultusunda F/NA oranı aşağıda yer alan formüller ile hesaplanmaktadır ve şirketin değeri tespit edilmektedir.

$$\text{F/NA} = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Nakit Akım}}$$

$$\textit{Şirket Değeri} = \textit{Sektör veya Pazarın Ort. Oranı} * \textit{Şirket Nakit Akımı}$$

2.6.3.4. Fiyat/Satış Oranı Yöntemi

Oran, işletmenin borsa değeri ile iş hacmi arasındaki ilişkiyi ele alarak, borsa değerinin işletmenin iş hacminin kaç katı olduğunu göstermektedir. Aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerin karşılaştırılması açısından en çok kullanılan oranlardan biri olan Fiyat/Satış oranının temelinde, sektörün brüt kâr marjlarının ve etkinliğinin benzer olduğu görüşü yatmaktadır. Yöntemin hesaplanmasında kullanılan formül şu şekilde oluşmaktadır (Toraman ve Körpi, 2015: 44):

$$F/SO = \frac{\textit{Hisse Senedinin Cari Piyasa Değeri}}{\textit{Hisse Başına Satış Geliri}}$$

$$Şirket\ Değeri = Sektör\ veya\ Pazarın\ Ort.Oranı * Şirket\ Başına\ Satış\ Geliri$$

2.6.3.5. Şirket Değeri/Faiz Amortisman Öncesi Kâr Yöntemi

Şirketin cari dönemde sahip olduğu tüm borç ve alacakları ile satın alınması sonucu ortaya çıkan değer, işletmenin nakit akımlarını esas almaktadır. Sermaye ihtiyacını içermediği için eleştirilen yöntem, net kârlılığın ve borç ödeme kapasitesinin bir göstergesi niteliği taşımaktadır (Toraman ve Körpi, 2015: 44).

$$Şirket\ Değeri/FAVÖK = \frac{ÖPD + MBPD(Mali\ Borçlar - Hazır\ Değer)}{FAVÖK}$$

ÖPD = Öz kaynakların Piyasa Değeri
MBPD = Mali Borçların Piyasa Değeri

2.6.4. Alternatif Değerleme Yöntemleri

Yaygın kullanıma sahip değerleme yöntemleri ile birlikte günümüzde hissedar beklentileri ve yönetici beklentilerini bir araya getirerek değer yaratmaya yönelik yöntemler ortaya çıkmıştır. Bu yöntemler şirket değerinin belirlenmesine imkan sağlamak ile birlikte, asıl olarak performans ölçütü olarak kullanılmaktadırlar. Bu başlık altında literatürde yer alan ve alternatif değerleme yöntemleri olarak nitelendirilen yöntemler ele alınacaktır.

2.6.4.1. Artık Kâr Yöntemi

Sermaye bütçeleme teknikleri ve net bugünkü değer kuralına dayanmakta olan artık değer modeli, bir projenin net bugünkü değeri olması durumunda değerli olduğunu varsaymaktadır. Bu durum, yatırım yapılan sermaye getirisinin, yatırım yapılan sermaye maliyetini aşması anlamına gelmektedir. Model bir şirketin değerini iki bileşen halinde belirtmektedir, bunlardan birincisi yatırım yapılan şirketin defter değeri iken ikincisi yatırım yapılan sermayedeki artık getirilerin bugünkü değerini ifade etmektedir (Perek, 2012: 61).

Yöntem, Edwards ve Bell'in yeniden formüle ettiği Gordon'un dağıtılan temettüleri temel alan modelini temel almak ile birlikte, bu yöntemi basitleştirerek temettü dağıtmayan şirketlerin de uygulayabileceği bir yöntem olarak geliştirilmiştir (Reis ve Augusto, 2013: 1624).

Artık değer modeli temettü ödeyen ve temettü ödemeyen şirketlerin her ikisine birden uygulanabilmesi açısından cazip hale gelmektedir. Aynı şekilde değer yaratımına odaklanması ile birlikte modelde kazanç tahminlerinin kullanılabilirliğinin, modelin uygulanabilirliğini kolaylaştırması, modelin kullanıcılar açısından cazip hale gelmesinin diğer nedenleridir (Kariuki ve Oyugi, 2013: 71).

Artık gelir, her yılın net gelirinden, sermaye maliyetinin çıkarılması sonucu bulunan değeri ifade etmektedir. Artık gelirlerin öz sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmesi sonucu elde edilen tutarın, sermayenin bugünkü defter değerinin eklenmesi sonucu ortaya çıkan değer, artık kâr modeline göre şirketin değerini ifade etmektedir (Perek, 2012: 62).

$$Piyasa\ Değeri = DD + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{AK_t}{(1+r_e)^t}$$

AK = Artık Kâr

DD = Defter Değeri

r_e = Öz sermaye Maliyeti

Artık kâr fikrini ele alan birçok farklı model ortaya atılmış ve yöntemde gerçekleştirilen çeşitli farklılaştırmalar ile farklı isimlerde adlandırılmıştır. Literatür içerisinde yöntemlerin benzerlikleri sebebiyle isimler bazı noktalarda birbirine karıştırılmaktadır.

Örneğin, ticari markalama kaynaklı problemleri önlemek amacıyla EVA konseptine genellikle Ekonomik kâr denmektedir. Aynı şekilde her ne kadar Stern Stewart&Co tarafından tanımlanan ana unsurları içermese de EVA yönteminin

oldukça popüler ve bilinirliğinin yüksek olması sebebiyle genellikle artık kâr modellerine EVA adı verilmektedir (Geyser ve Liebenberg, 2003:108).

Çalışmanın bu bölümünde yaygın kullanıma sahip ve artık kâr fikrine dayanan yöntemler ele alınmıştır. Bu yöntemler arasında en yaygın olarak bilinen yöntem, Ekonomik Katma Değer yöntemi olarak göze çarpmaktadır. Ekonomik Katma Değer yöntemi ile birlikte ekonomik kâr ve piyasa katma değer yöntemleri bu başlık altında incelenecektir.

2.6.4.1.1. Ekonomik katma değer (EVA)

Bu yöntemde şirket değeri yatırılan sermaye tutarı ile ileriye dönük yaratılan ekonomik katma değerin toplamının bugünkü değerini ifade etmektedir. Yöntem, ileriye dönük yaratılan ekonomik katma değeri, yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki fark ile ifade etmektedir (Ercan ve Ban, 2005:351).

Basit bir tanımlama ile vergi sonrası net faaliyet kârından, sermaye maliyetinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Şirketin borç ve öz sermaye maliyetini dikkate alarak, şirketin yarattığı ekonomik değerin parasal olarak ifade edilmesini sağlamakta ve şirkette yeterli performans sağlamayan birimlerin tespit edilmesinde rol oynamaktadır (Aydın. Y, 2012: 107).

$$EVA = VSNFK - (AOSM * YS)$$

VSNFK = Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

YS = Yatırılan Sermaye

$$Net\ Bugünkü\ Değer = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t}$$

Yöntem New York'ta faaliyet gösteren bir danışmanlık şirketi olan Stern Stewart&Co 1989 yılında bir ölçüm aracı olarak geliştirilmiştir. (Geyser ve

Liebenberg, 2003:108) 1993 yılından itibaren bir teşvik sistemi ve finansal yönetim aracı olarak literatürde ilgi görmeye başlamıştır. EVA, kazancın sermaye maliyetini aşan kısmın hesaplanması ile herhangi bir katma değer yaratılıp yaratılmadığı ile ilgilenmektedir. Farkın pozitif olması, işletmenin dönem içerisinde değer yarattığını göstermektedir. Yöntem, yöneticilerin şirket sahipleri gibi düşünmelerini ve yöneticiler ile çalışanların işbirliği içinde çalışmalarını sağlayan bir iç kontrol unsuru olarak işletmelere yarar sağlayabilmektedir (Akyüz. 2013:342-343).

EVA, şirketlerin sermaye maliyetinden daha fazla getiri sağlamalarına yardımcı olan bir strateji formülasyonu ve finansal performans aracı olarak yerini alırken şirketler, mali konumlarını takip edebilmek ve sermaye bütçelemesi, birleşme analizleri ve kaynak tahsisi gibi konularda şirkete rehber olabilmesi açısından yöntemi benimsemektedir (Geyser ve Liebenberg, 2003:108).

Şirket değerinin maksimizasyonunu benimsemiş olan EVA yöntemi, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasını, tarafları aynı hedeflere yönlendirmesi sebebiyle en aza indirgemektedir. Şirket, performans yönetimi, hisse senedi değerlemesi, şirket satın almaları gibi durumlarda çok amaçlı kullanım imkanı vermekle birlikte, şirketleri detaylı analiz etmemesi, yöntemin diğer yöntemler ile birlikte kullanılması gerekliliğini doğurmaktadır (Berk, 2010:101).

Bu gereksinimin temel nedeni, yöntemin belirli kısa dönemlerdeki gelirleri baz almasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle EVA tek başına bir analiz yöntemi olarak seçildiğinde kısa bir zaman dilimine odaklanmakta ve bu sebeple uzun vadeli değerlendirmeye uygun olmamaktadır. Aynı zamanda, entellektüel sermayenin yoğun olduğu hizmet sektörü gibi sektörlerde uygulanması oldukça zordur (Berk, 2010:101).

Yöntemi ön plana çıkartan en önemli unsur, kâr maksimizasyonu yerine işletmenin piyasa değerinin maksimizasyonu ile ilgilenmesidir. Yöneticiler, piyasa değerini arttırmayı amaç edinerek, uzun dönemde değer yaratıp şirkete rekabet üstünlüğü sağlamaya çalışmaktadır (Topal, 2008: 252).

2.6.4.1.2. Ekonomik Kâr Modeli

Şirketler için ekonomik kâr, yatırılan sermayenin belli bir periyot içerisinde getirileri ile maliyeti arasındaki farkı ifade etmektedir. Ölçümünün kolay olması, değer yaratımını dikkate alması ve yatırım yapılan sermayenin alternatif maliyetlerini hesaba katması yöntemin avantajları arasında yer almaktadır (Kiss, 2015: 835)

Ekonomik kâr modeli iskonto edilmiş nakit akış yöntemi ile güçlü bir ilişki içindedir. Modelin temel unsurları EVA yaklaşımına benzemek ile birlikte, EVA yöntemine oranla muhasebe verilerinden elde edilen bilgilere daha az yoğunlaşmaktadır. Temel hesaplamalarda EVA ile güçlü bir benzerlik bulunmaktadır (Schuster ve Jameson, 2003:43).

$$EK = VSNFK - (YS * AOSM)$$

$$Şirket\ Değeri = YS + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EK_t}{(1 + AOSM)^t}$$

EK = Ekonomik Kâr

VSNFK = Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

YS = Yatırılan Sermaye

2.6.4.1.3. Pazar Katma Değeri (MVA)

Yöntem, işletme hissedarlarının yatırımlarının işletme faaliyetleri sonucunda oluşan piyasa değeri dikkate alınarak ne ölçüde arttığını veya azaldığını incelemektedir. Bir başka ifade ile işletme sermayesinin ne denli etkili kullanıldığını gösteren bir ölçüdür (Akyüz, 2013:350).

Şirketin gelecek beklentilerinin, hissedar beklentileri ile aynı olduğu ve hissedar beklentilerinin sermaye maliyetini ifade ettiği düşünüldüğünde MVA, getirilerin şirketin gelecek beklentilerini aşan tutarlarının veya getirilerin beklentileri karşılamakta eksik kaldıkları tutarların, bugünkü değerini ifade etmektedir (Kiss, 2015: 835)

MVA, şirketin piyasa değerinden defter değerinin çıkarılması sonucu hesaplanan değerdir. İşletmenin sınırlı kaynakları ne denli verimli kullandığını gösteren ve yönetimin başarısını değerleyen bir ölçüm aracıdır (Topal, 2008: 254).

$$MVA = PD - YS$$

EVA, MVA'nın bir parçasıdır, gelecekteki EVA'nın bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilir ve yatırılan sermayenin eklenmesi ile şirketin değeri bulunmaktadır. (Reis ve Augusto, 2013: 1625)

$$MVA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + AOSM)^t}$$

$$PD = YS + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + AOSM)^t}$$

YS = Şirkete yatırılan toplam sermaye (Defter Değeri)
AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

2.6.4.2. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Yöntemi

EVA modelinde parasal bir tutar ifade edilirken, yatırımın nakit akım kârlılığı yöntemi parasal bir tutarı ifade etmemektedir. HOLT Value Associates Danışmanlık şirketi tarafından EVA modeline rakip olarak ortaya konan model, vergi sonrası nakit akımları ile enflasyon etkisinden arındırılmış sermaye maliyetini karşılaştırarak bir oran belirlemektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2005:320).

Nakit akışlarını ve paranın zaman değerini dikkate alarak bir yatırımın beklenen getirisini değerlendiren ve özünde iç verim oranının farklılaştırılmış bir versiyonu olan yatırımın nakit akım kârlılığı yöntemi, bulunan değer ile sermaye maliyetinin karşılaştırılması sonucu şirketin değerini incelemektedir. Şirketin

yatırımının nakit akım kârlılığı dört unsur dikkate alınarak hesaplanmaktadır (Ünlü, 2014: 173) ve bu unsurlar şunlardır (Damadoran, 2002: 878);

- Brüt yatırım tutarı, birikmiş amortismanların geri eklenmesi ve defter değerinde yapılacak enflasyon düzenlemesi ile belirlenmektedir.
- Brüt nakit akışlar, brüt yatırım üzerinden elde edilmekte ve vergi sonrası faaliyet kârına nakit çıkışı gerektirmeyen kalemlerin eklenmesi sonucu belirlenmektedir.
- Varlıkların ekonomik ömrü, söz konusu yatırımın gelir yaratma ömrünü ifade etmektedir.
- Hurda Değer, yatırımın ömrü sonunda yatırıma ait unsurların toplam değerini ifade etmektedir.

$$CFROI = \frac{Brüt\ Nakit\ Akım - Ekonomik\ \ Değer\ Kaybı}{Brüt\ Yatırım}$$

$$Ekonomik\ Değer\ Kaybı\ = \frac{(Defter\ Değeri - Hurda\ Değeri) * k_c}{(1 + k_c)^n - 1}$$

k_c = Sermaye maliyeti

n = Varlığın ekonomik ömrü

2.7. ŞİRKET DEĞERLEMESİNDE YAPILAN HATALAR

Şirket değerlemesi birçok unsurun bir araya gelerek, bazı varsayımlar çerçevesinde yapılan hesaplamaları içermektedir. Verilerin çeşitliliği ve içeriklerindeki varsayımlar ile birlikte gelecek tahminlerini barındırması göz önüne alındığında, hata yapmaya son derece elverişli bir durum ortaya çıkmaktadır. Değerlemenin her aşamasında gerçekleşebilecek hatalar kimi zaman hesaplama hatalarından, kimi zaman eksik bilgilerden kimi zaman da veriler arasındaki tutarsızlıklardan kaynaklanabilmektedir.

Tüm bu durumlar dikkate alınarak şirket değerlemesi sürecinde belirgin olarak yapılabilecek hatalar ana başlıklar altında şöyle özetlenmiştir:

1. Iskonto oranını hesaplanmasında ve şirketin riskleri ile ilgili hatalar:
    - Değerleme için kullanılan risk oranının hatalı hesaplanması,
    - Değerleme için kullanılan betanın hatalı hesaplanması,
    - Değerleme için kullanılan piyasa riski priminin hatalı hesaplanması,
    - AOSM'nin hatalı hesaplanması,
    - Vergi kalkanlarının değerinin hatalı hesaplanması,
    - Ülke riskinin yanlış değerlendirilmesi,
    - Sermaye yapısının hatalı belirlenmesi.

2. Beklenen nakit akışlarını hesaplarken veya tahmin ederken yapılan hatalar:
    - Nakit akışlarının yanlış tanımlanması,
    - Mevsimlik şirketleri değerlendirirken mevsimsel borç, mevsimlik işletme sermayesi gereksinimlerinin dikkate alınmaması,
    - Bilançoların gerçek durumu yansıtmamasından kaynaklanan hatalar,
    - Nakit akışlarını tahmin ederken önyargılı davranılması.

3. Artık değerin hesaplanmasında hatalar:
    - Kullanılan nakit akışlarının tutarsız olması,
    - AOSM'yi hesaplamak için kullanılan borç / özkaynak oranının, değerlemede kullanılan borç / özkaynak oranından farklı olması,
    - Ekonomik anlam taşımayan geçici formüllerin kullanılması,
    - Büyümeyi değerlendirmek için hatalı ortalamaların kullanılması,
    - Yanlış formül kullanarak artık değerin hesaplanması.

4. Tutarsızlıklar ve kavramsal hatalar:
    - Şirkete nakit akışı ve özkaynak nakit akımıyla ilgili kavramsal hatalar,
    - Oranları kullanırken yapılan hatalar,
    - Zamansal tutarsızlıklar,
    - Diğer kavramsal hatalar.

5. Değerleme yorumlanırken yapılan hatalar:
    - Bir değerlemenin herkes için geçerli olduğunun düşünülmesi,
    - Bir şirketin tüm alıcılar için aynı değeri ifade ettiğinin düşünülmesi,
    - Şerefiye, marka değeri ve entelektüel sermaye kavramlarını içerip içermediğinin göz önüne alınmaması,
    - Bir değerlemenin, üretilecek nakit akışları ve riskleri hakkında bir takım beklentilere bağlı olduğunu unutmak.

6. Örgütsel hatalar:
    - Müşteri tarafından yapılan tahminleri kontrol etmeden bir değerleme yapılması,
    - Yatırım bankasından herhangi bir müdahale olmaksızın bir değerlemeye başlanması,
    - Yalnızca finans departmanının şirket değerlemesine dâhil edilmesi.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKETE SERBEST NAKİT AKIMLAR VE DEĞERLEME SÜRECİ

3.1. ŞİRKETE SERBEST NAKİT AKIMLAR YÖNTEMİ

Şirkete serbest nakit akımlar yönteminin de içinde bulunduğu indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, bir şirketin değerinin belirlenmesi için en yaygın kullanılan yöntem olarak kabul edilmektedir. Yöntemin yaygın bir şekilde kullanılmasının en temel sebebi, diğer yöntemler gibi varlıkların tarihi değerleri yerine gelecekte yaratacağı getirilerin bugünkü karşılığını ifade eden değer ile ilgileniyor olmasıdır. Yönteme göre bir işletmenin değeri, işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir (Sarıaslan ve Erol, 2014: 355).

Yöntemin özünde paranın zaman değeri kavramı yatmaktadır. Gelecek yıllara ait nakit akışları, paranın zaman değeri nedeniyle bugünkü değere indirgenmektedir. Modern anlamda nakit akımlarının değerlemesinde zaman ve risk ölçütleri dikkate alınmaktadır (Bilir ve Kulalı, 2014: 41). Yöntemin özünü oluşturan gelecek nakit akımları, geçmiş finansal tablolardan yararlanılarak tahmin edilmektedir ve tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle birlikte şirket değeri bulunmaktadır (İvgen, 2003: 43).

Şirketin nakit yaratma potansiyeline odaklanması, yatırım ve finansman politikalarının işletme üzerindeki etkilerini yansıtması ve işletmenin gelecekteki performansını dikkate alması indirgenmiş nakit akımları yönteminin en önemli avantajları arasında yer almaktadır. Bununla birlikte aynı sebeplerden dolayı diğer yöntemlere nazaran daha çok bilgi ve veriye ihtiyaç duyması ve bu sebeple karışık olması, geleceğe yönelik belirsizlikler barındırması yöntemin dezavantajları olarak değerlendirilmektedir (Ercan vd, 2006: 27).

Karışıklık ve belirsizlik ile birlikte verilerin manipülasyona açık olması da başka bir dezavantaj olarak görülmektedir. Belirsizlikler ve oluşabilecek riskleri göz önünde tutarak, yönteme dâhil edilmesi geleneksel yöntemlere göre fark yaratmaktadır. Yöntemin değerleme konusunda, bahsedilen avantajlar dışında, sağladığı diğer avantajlar ise şöyledir (Bilir ve Kulalı, 2014: 49):

- Karar kriterleri açık ve tutarlıdır,
- Yatırımcıların tercih edecekleri risklerden bağımsız olarak aynı sonuçlara varmaktadır,
- Rasyonel ve doğru sonuçlara ulaşmaktadır,
- Muhasebenin geleneksel bileşenlerine karşı duyarlıdır,
- Risk ve zaman değerini dikkate almaktadır,
- Yüksek kabul edilirliğe sahiptir ve anlaşılır bir yapıdadır.

Yöntem, aynı zamanda işletmenin somut varlıklarının yanında yaratıcılık gücü, entelektüel sermayesi, kurumsal bakışı, marka değeri gibi soyut fakat değer yaratan unsurlarını da dolaylı olarak dikkate almakta ve bir bütün olarak işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplayarak şirket değerini hesaplamaktadır (Ercan vd, 2006: 27). Bu yararların yanı sıra, indirgenmiş nakit akımları yöntemine dayanan finansal analizler, şirket birleşmelerinden kaynaklanan sinerjinin değerini, artan nakit akımları ve sermaye yapısında potansiyel gelişimler ile ortaya koyabilmektedir (Orsag ve McClure, 2013: 73)

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin, daha iyi anlaşılabilmesi için fırsat maliyeti kavramının anlaşılması önem taşımaktadır. Şirketler yatırımlarını, kredi verenler ve hissedarlar tarafından finanse etmektedir. Hissedar ve kredi verenler de katlandıkları risk karşılığında, finanse ettikleri şirketten, bu finansman karşılığında, bir getiri elde etmeyi beklemektedir. Borçlanma yoluyla elde edilen fonların maliyeti kredi verenlere ödenen faizlerden, hissedarlardan elde edilen fonların maliyeti ise hisse fiyatları ve kâr payı ödemelerini içeren hissedar beklentilerinden oluşmaktadır (Bilir ve Kulalı, 2014: 41-42).

Görüldüğü üzere şirkete fon sağlayan her grubun beklentisi farklıdır ve farklı maliyetler söz konusu olmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, bu

farklılıkların da etkisi ile kendi içerisinde çeşitlenmiştir. Bu çeşitlenmenin özünde ise şirket değerinin, fon sağlayıcılar arasında yer alan gruplar arasında, hangi grubun veya grupların beklediği getiri oranı ile bugünkü değere indirgeneceği yatmaktadır.

Şirkete serbest nakit akımları yöntemi hissedarlar, tahvil sahipleri ve imtiyazlı hisse senetlerini de kapsayarak şirkete kaynak sağlayan yatırımcıların tamamına yönelik nakit akımlarını ele alırken, öz sermayeye serbest nakit akımları işletmenin bilançosunda yer alan öz sermaye kapsamında elde edilecek nakit akımlarını ifade etmektedir. İki yöntem arasındaki temel farklılık, öz sermaye niteliği taşımayan borçlar ve imtiyazlı hisse senedi kâr payları gibi kalemler sebebiyle ortaya çıkmaktadır (Ercan vd, 2008: 2-4). Şirkete serbest akımları kavramı, şirkete kaynak sağlayan yatırımcılara ve yabancı kaynak temin edilen borç verenlere nakit akımları ifade etmektedir. Şirket bir bütün olarak değerlenmektedir (Ercan vd, 2006: 28).

Değerleme yöntemleri içerisinde şirketin, gelecek dönem faaliyetlerini ve insan gücü, marka değeri gibi maddi olmayan duran varlık niteliğinde yer alabilecek fakat finansal tablolara yansıtılamayan, varlıklarını dikkate alması bakımından şirket birleşmelerinde nakit akımları yöntemleri önem kazanmaktadır. Nakit akım yöntemleri içerisinde şirketin tüm fon kaynaklarını dikkate alması açısından şirkete nakit akımları yöntemi öne çıkmaktadır.

İndirgenmiş kâr payı modelinde, kâr paylarının belirlenmesi aşamasında politikalarda gerçekleşebilecek dengesizlik, dağıtım kararlarının yönetime bağlı değişkenliği ve belirsizliği indirgenmiş kâr payı modeli için şirket birleşmelerinde bir dezavantaj oluşturmaktadır. Birleşme işlemlerinde, şirketi satın almak isteyen taraflar genellikle dağıtılacak temettü yerine şirketin, kendi faaliyetlerine katacağı değere odaklanmaktadır. Birleşme yoluyla uzun vadeli bir getiri beklentisi içerisinde olan ve sinerji etkisini kullanmak isteyen şirketler açısından, birleşme amaçları çerçevesinde indirgenmiş kâr payı modeli eksik kalmaktadır.

İndirgenmiş kâr payları yönteminin dışında kalan iki yöntem birbirlerine benzerlik göstermektedir. İki yöntem arasındaki en belirgin farklılık iskonto oranlarının belirlenmesi aşamasında göze çarpmaktadır. Öz sermayeye serbest nakit

akımları yönteminin iskonto oranı olarak sadece özkaynak sahiplerinin beklentilerini dikkate alarak, öz sermaye maliyeti ile nakit akımlarını indirgemesi, şirkete yabancı kaynak sağlayanların beklentilerini dikkate almadığı göstermektedir. Bu durum şirketin sermaye yapısının dikkate alınmayacağı ve yabancı kaynakların hesaba katılmayacağı anlamına gelmektedir. Günümüzde şirketlerin birçoğunun yabancı kaynak kullanması ve sermaye yapılarının içerisinde yabancı kaynakların önemli bir oranda yer tutması bu durumu bir dezavantaj haline getirmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin avantajları ve dezavantajları ekseninde indirgenmiş nakit akımları yöntemleri arasında sermaye yapısını dikkate alması ve birleşme beklentilerinin göz önünde bulundurulması sonucunda şirkete nakit akımları yöntemi öne çıkmaktadır. Yöntemde tahminlere yer verilmesi neticesinde değişebilecek ekonomik durumlar ile tahminlerin geçerliliğini yitirmesi yöntemin sınırlarından biri olsa da birleşme sürecinin güncel ekonomik veri ve durumlar ışığında gelecek beklentilerini barındırması, bu durumu zorunlu hale getirmektedir.

Şirkete nakit akımları yöntemi ile şirket değerlemesinin yapılabilmesi için öncelikle şirketin gelecek dönemlerine ait nakit akımlarının hesaplanması gerekmektedir. Şirketin nakit akımlarının belirlenebilmesi için de şirketin gelecekte gerçekleştireceği büyüme rakamlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Şirketin büyüme oranların belirlenmesi ile birlikte satış rakamları ve maliyet rakamlarının tahmini yapılarak faaliyetler sonucunda oluşacak nakit akımları belirlenmektedir. Faaliyetlerden kaynaklı nakit akımlarının bulunması ile birlikte şirket açısından nakit giriş ve çıkışlarına etki yapan amortismanlar, işletme sermayesi ihtiyaçları ve sermaye harcamaları ile ilgili tahminler belirlenerek işletmenin nakit akımları belirlenmektedir. Nakit akımlarının bulunmasını takip eden süreçte tahmin edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi için gerekli olan iskonto oranı hesaplanması gerekmektedir. İskonto oranının belirlenebilmesi için öncelikle borç maliyeti, özkaynak maliyeti ve sermaye yapısının belirlenmesi ve bu veriler ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması gerekmektedir. Değerlemenin sonuçlandırılması için son olarak, belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenen nakit akımların toplamına, terminal değer eklenmekte ve şirket değeri

ortaya konmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde şirkete nakit akım yöntemi ile şirket değerleme süreci ele alınacak, yöntem ve sürecin aşamaları ile ilgili teorik bilgilere yer verilecektir.

3.2. NAKİT AKIMLARIN BULUNMASI

Nakit girişlerinin hesaplanması, satışların tahmin edilmesi ile başlamaktadır. Şirket satışlarının, sektördeki satışlardan hızlı büyüyüp büyümediği ve şirketin bu büyüme için yeterli kaynaklara sahip olup olmadığı, satışların tahmin edilmesi aşamasında dikkat edilmesi gereken konulardır. Satışlar tahmin edilirken geçmiş dönemlerdeki satış hacmi, şirketin ürün çeşitliliği, işletmenin faaliyet alanı, piyasanın durumu, fiyat politikaları ve tanıtım faaliyetleri, imalat kapasitesi, mevsimsel dalgalanmalar, genel ekonomi, kişisel gelir ve istihdam verileri gibi faktörler dikkate alınmaktadır. Şirketin satış gelirleri dışında nakit girişi yaratan kalemleri varsa, bu kalemlerin de nakit girişlerine eklenmesi gerekmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2014: 355-356).

Belirtilen faktörler ile birlikte nakit akımlarının belirlenmesi aşamasında dikkat edilmesi gereken bazı unsurlar bulunmaktadır. Nakit akımlarının bulunabilmesi için belirlenecek büyüme oranının, ekonominin büyüme oranına göre makul belirlenmesi gerekmektedir. Gerçekleşmesi planlanan sermaye harcamaları ile amortisman giderleri arasında kurulacak ilişki uyumlu bir şekilde düzenlenmelidir. Bir başka dikkat edilmesi gereken durum ise, şirketin serbest nakit akımlarının, temettülere göre önemli farklılık göstermesi gerektiğidir (Bilir ve Kulalı, 2014: 43).

Bu unsurların yanı sıra nakit akımların bulunması aşamasında dikkat edilmesi gereken diğer konular ise şöyledir (Apak, 2013: 194):

- İskonto oranının vergi sonrası sermaye maliyeti olması nedeniyle vergi sonrası nakit akımları dikkate alınmalıdır,
- İskonto oranının içerisinde enflasyon oranı yer alıyorsa nakit akımları nominal değerler üzerinden alınmalıdır,
- İskonto oranı içerisinde nakit akımlarının riskini yansıttığı için ayrıca risk iskonto edilmemelidir,

- Uygulamalarda genellikle iskonto oranı yıllar itibariyle aynı kalmaktadır.

Nakit çıkışları belirlenirken tıpkı nakit girişlerinin belirlenmesi aşamasında olduğu gibi satışların tahmin edilmesi ve bunun sonucunda satılan malların maliyetinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu sebeple şirketin üretim şekline dayalı olarak tüm değişken ve sabit maliyetlerin ayrımı yapılmalıdır. Ayrıca kapasite arttırımı veya maliyet tasarrufu için yapılan veya yapılacak yeni yatırımlar bulunuyorsa, bu yatırımların etkileri de hesaplanmalıdır (Sarıaslan ve Erol, 2014: 356).

Nakit girişleri ve nakit çıkışları belirlendikten sonra, şirketin nakit akımlarını belirleyebilmek için net kârın hesaplanması aşamasında, gelirlerden çıkarılan amortismanların kâra eklenmesi gerekmektedir. Amortisman nakit çıkışı yaratmayan bir gider kalemidir ve şirketlere vergi avantajı sağlamaktadır. Vergi hesaplanırken gider olarak gelirlerden çıkarılmakta fakat nakit çıkışı yaratmaması sebebiyle nakit akımları hesaplanırken kâra eklenmektedir. Benzer şekilde kıdem tazminatı karşılıkları da amortismanlar gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler arasındadır (Sarıaslan ve Erol, 2014: 357).

Değerleme için tahmin edilen üretim miktarı ve satış miktarına bağlı olarak ve işletmenin geçmiş dönemlerinde işletme sermayesi oranlarını da göz önünde bulundurarak, işletmenin gelecekteki işletme sermayesi ihtiyacı tahmin edilmelidir. İşletme sermayesindeki azalış nakit akımlara eklenmeli, artış var ise nakit akımlarından çıkartılmalıdır (Sarıaslan ve Erol, 2014: 357-358).

Nakit akımlarının belirlenebilmesi için öncelikle büyüme oranının bulunması gerekmektedir. Büyüme oranı ile birlikte net kâra eklenmesi ve çıkarılması gereken amortisman tutarları, sermaye harcamaları ve işletme sermayesi gereksinimlerinin dikkatle incelenmesi ve hesaplanması gerekmektedir. Bu noktalarda yapılacak yanlış bir değerlendirme, yöntemin kalbi niteliğinde olan nakit akımlarının yanlış hesaplanmasına ve böylelikle şirket değerinin yanlış bulunmasına yol açacağından, değerleme açısından büyük bir önem taşımaktadır.

3.2.1. Büyüme

Şirket üzerindeki gelecek beklentisini ifade eden ve şirket değerinin belirlenmesinde en kilit unsurlardan biri olan büyüme oranı, geçmiş verilere bakılarak belirlenebilse de değerleme süreci içerisinde varsayım ve tahminlere bağlı unsurlardan bir tanesidir.

Şirketin değerinin bulunabilmesi için gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının bulunması gerekmektedir. Bu sebeple şirketin gelirlerinin belirlenebilmesi ve buna bağlı olarak nakit akımlarının bulunabilmesi için büyüme oranlarının tespit edilmesi gerekmektedir. Bu oranlar genellikle şu şekilde ele alınmaktadır (Apak, 2013: 196):

- Geçmiş yıllarda ortalama büyüme oranı
  - Aritmetik ve geometrik ortalama
  - Linear ve log-linear regresyon modelleri
  - Zaman serileri
- Şirket ve genel ekonomik veriler üzerinde yapılan varsayımlar
  - Şirkete ait bilgiler
  - Makroekonomik bilgiler
  - Rakiplerin piyasa ile ilgili beklentileri ve onlarla ilgili bilgiler
- Şirketin temel göstergeleri

Geçmiş yıllara ait büyüme oranları esas alınarak büyüme oranlarının hesaplanmasında temelde iki yöntem yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden biri geçmiş büyüme oranlarının basit ortalamasını veren aritmetik ortalama yöntemi, diğeri ise dönemden döneme oluşan etkileri de hesaba katan geometrik ortalama yöntemidir. Cari dönem kârının zarar olarak veya düşük kâr olarak açıklanması, geçmiş veriler kullanılarak yapılacak büyüme tahmini açısından ve geleceğe yönelik büyüme tahminlerinin belirlenmesi açısından sorun yaratmaktadır. Geometrik ortalama yönteminin kullanımı bu tür durumlar için oldukça uygun sonuçlar vermektedir (Ercan vd, 2008: 43-45).

Şirketin geçmiş verileri, büyüme oranının tahmin edilmesi aşamasında önem taşısa da, gelecek beklentileri de bir o kadar önem arz etmektedir. Özellikle şirket

birleşmeleri sürecinde, birleşme kararının altında yatan amaçlar çerçevesinde oluşacak beklentiler ile tekrardan gözden geçirilmesi ve değişiklik yapılması da mümkündür. Satın alan şirketin, satın almayı düşündüğü şirkete yönelik gelecek dönem performansını yükseltme planları ve düşünceleri, geçmiş veriler ile harmanlanarak bir büyüme oranının belirlenmesi gereksinimini ortaya çıkarabilmektedir.

3.2.2. Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi nakit ve benzeri varlıklar ile alacak ve stok kalemlerinden ve geçici yatırımlardan oluşmaktadır. Üretim ve satış göz önünde bulundurularak stok bulundurmak, kredili satış yapmak, karşılaşılabilecek fırsatların değerlendirilmesini sağlamak ve finansman açıklarının karşılanmasını sağlamak amacıyla işletme sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır (Aydın vd., 2010: 133). İşletme sermayesinin temel özellikleri şunlardır (Apan, 2015:212-213):

- İşletme sermayesi unsurları bölünebilir niteliktedir
- Kısa vadeli ve likittir
- Birbirleri ile ilişkilidir
- İşletme sermayesi kararları kısa zamanda revize edilme esnekliğine sahiptir.
- İşletme sermayesine yapılan yatırımlar, duran varlıklara yapılan yatırımlara kıyasla işletme riski üzerinde nispeten daha az etki etmektedir.

Finansal açıdan ele alındığında işletme sermayesinin bir işletme açısından önemini ortaya koyan durumlardan bazıları şöyle ifade edilmiştir (Aydın vd., 2010:134-135):

- İşletmelerde yapılan finansal işlemlerin büyük bir bölümünü işletme sermayesi ile ilgili işlemlerin oluşturduğu ve önemli bir sürenin bu işlemler için harcandığı görülmektedir.
- Toplam varlıklar içerisinde dönen varlıkların payı önem taşımaktadır. Üretim işletmelerinde varlıkların yaklaşık %50'si, toptan ve parekende işletmelerinde ise yaklaşık olarak %70'i dönen varlıklardan oluşmaktadır.

- Satışların hammadde, stok, alacak ve nakit kalemlerini etkilenmesi, işletmenin iş hacmi ile işletme sermayesi arasındaki ilişkiyi göstermektedir.
- İşletmenin alacağı kararlarda risk ve kârlılık arasında dengenin kurulabilmesi için işletme sermayesinin belirlenmesi önem taşımaktadır. Yüksek belirlenecek işletme sermayesi riski azaltırken aynı zamanda kârlılığı da azaltacaktır, bununla birlikte düşük belirlenecek işletme sermayesi ise kârlılığı arttırırken işletmeyi daha yükse bir risk ortamına sokacaktır.

İşletme sermayesi teorik açıdan incelendiğinde birçok çeşidinin olduğu görülmektedir. İşletme sermayesi ile ilgili genellikle kullanılan işletme sermayesi çeşitleri (Apan, 2015:210-2012):

- Brüt ve net işletme sermayesi: dönen sermaye, dönen varlıklar, işletme sermayesi olarak isimlendirilen durumlar aslında brüt işletme sermayesini ifade etmektedir. Net işletme sermayesi ise dönen varlıkların, kısa vadeli kaynakları aşan kısmını ifade etmektedir.
- Pozitif ve negatif net işletme sermayesi: dönen varlıkların, kısa vadeli kaynaklardan fazla olması durumunda oluşan pozitif net işletme sermayesi, dönen varlıkların uzun vadeli kaynaklarla finanse edilen kısmını temsil etmektedir. Negatif net işletme sermayesi ise kısa vadeli kaynakları, dönen varlıklardan fazla olması durumunda gerçekleşmektedir.
- Sürekli işletme sermayesi: işletmenin süreklilik gösteren faaliyetlerini karşılamak amacıyla elinde bulundurması gereken işletme sermayesi tutarına sürekli işletme sermayesi denmektedir.
- Değişken işletme sermayesi: işletmelerin faaliyetlerinin çeşitlenmesi veya genişlemesi gibi işletme sermayesi ihtiyacını etkileyen faktörler sonucunda mevsimsel ve dönemsel dalgalanmalar dışında ihtiyaç duydukları işletme sermayesi türüne değişken işletme sermayesi denmektedir.
- Mevsimsel işletme sermayesi
- Devresel işletme sermayesi
- Olağanüstü işletme sermayesi: genel ekonomik ve sektörel gelişmelere bağlı olarak faaliyetlerini planlayan işletmeler, yangın, sel, deprem ve harp gibi olağanüstü durumlar ile karşılaşabilmektedir. Bu gibi

olağanüstü durumlar sonucunda ihtiyaç duyulan işletme sermayesine olağanüstü işletme sermayesi denmektedir.

İşletme sermayesi, satışlar ile doğrudan ilişkilidir. İşletmede satış hacminin artması, işletme sermayesinde de artış yönünde bir değişime sebep olacaktır. Hammadde, stok, alacak ile nakit ve nakit benzeri gibi bilanço kalemleri satış hacminde gerçekleşen bu değişimlerden etkilenmektedir (Aydın vd, 2007: 172). Satış hacminin artması, daha fazla ürün çıkışına, daha fazla ürün çıkışı da daha fazla girdiye sebep olmaktadır. İşletmenin, artan satışlarında sorun yaşamamak adına, mevcut stoklarında daha fazla hammadde ve ürünü elinde bulundurması gerekebilmektedir. Aynı zamanda satılan ürün karşılığında ödemenin nakdi olan kısmı nakit ve nakit benzerlerinde, kredili olan kısmı ise alacaklar hesabında bir artışa neden olmaktadır.

Satış hacminde meydana gelen değişiklerden, doğrudan etkilenmesi nedeniyle şirketin büyüme oranı ve büyüme oranına bağlı satış rakamlarının tahmin edilmesi ile birlikte, işletme sermayesinde meydana gelecek değişimlerin hesaplanması önem kazanmaktadır. Bu nedenle işletmenin net işletme sermayesi ihtiyacının belirlenebilmesi için, geçmiş dönemlerde uygulanan işletme sermayesi politikası ve işletmenin işletme sermayesini etkileyebilecek faktörler dikkatle incelenmelidir.

İşletme sermayesi düzeyinin belirlenmesinde işletmenin faaliyet konusu, büyüklüğü, satışlarındaki düzen, alış ve satış politikaları ile üretim sürecinin uzunluğu gibi faktörler etkili olmaktadır (Aydın vd, 2007: 174). Bütün faktörler ele alındığında genel bir sınıflandırma ile faktörler, işletme içi faktörler ve işletme dışı faktörler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu faktörler şu şekildedir (Büker, 2011: 209-213);

- İşletme sermayesi ihtiyacını etkileyen işletme ile ilgili faktörler:
    - İşletmenin çalışma konusu ve büyüklüğü,
    - Devir hızları,
    - Satın alma ve satış politikaları,
    - Stok poltikaları,
    - Üretim süresi,

- Üretim miktarı ve üretim maliyeti,
- Satış gelirlerinin dalgalanma derecesi,
- Satıcı kredilerinden yararlanma derecesi,
- Diğer işletme içi faktörler (yönetici tutumları, amortisman oran ve yöntemi, kâr dağıtım politikaları, yöneticinin tecrübesi vs.)

- İşletme sermayesini etkileyen işletme dışı faktörler:
  - Finans kurumlarının gelişmişlik düzeyi (gelişmiş ekonomiler, gelişmemişlere göre daha az işletme sermayesi gerektirir. Factoring, forfaiting, ihracat kredi sigortası gibi tekniklerin varlığı katkı sağlamaktadır.)
  - Teknolojik değişmeler
  - Vergi ve sosyal güvenlik uygulamaları
  - Yatırım teşvik tedbirleri

Finansmanın temel ilkesi vade uyumudur. Bu kapsamda dönen varlıkların, kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi gerekirken duran varlıkların da uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi gerekmektedir. Vade uyumu temel ilke olarak ele alınarak işletme sermayesinin finansmanı ele alındığında, işletmelerin uygulayabileceği farklı stratejiler ortaya çıkmaktadır (Tunçel, 2012: 89-90). Bu stratejiler aşağıdaki gibidir (Günay, 2015: 501-502):

- İhtiyatlı (Rahat) İşletme sermayesi Politikası: işletmenin elinde yüksek miktarda dönen varlık bulundurduğu ve bu varlıkların uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynaklar ile finanse edildiği işletme sermayesi politikasıdır. Bu politika sonucunda işletmenin riskinin düşmesi ile birlikte kârlılığının da düşük gerçekleşmesi söz konusu olmaktadır.
- Atılgan (Kısıtlı) İşletme sermayesi Politikası: İşletme, dönen varlık düzeyini minimum seviyede belirleyerek sadece nakit dönüş süresi kadar işletme sermayesini elinde tutmaktadır. Dönen varlıklar kısa vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmekte ve bu tür bir politika ekonomik ve sektörel büyümenin normal ve istikrarlı bir şekilde ilerlediği ortamlarda şirket kârlılığı açısından olumlu bir tablo ortaya çıkarmaktadır. Aksi durumda ise işletme nakit bulma sıkıntısı çekebilmekte ve iflasa dahi yol açabilmektedir. Atılgan

işletme sermayesi politikasının sonucunda getiri de risk de yüksek olmaktadır.

- Ilımlı (Dengeli) İşletme sermayesi Politikası: Atılgan ile ihtiyatlı işletme sermayesi politikalarının arasında bir noktada yer almaktadır. İşletme sermayesinin değişken kısmı kısa vadeli kaynaklarla, sürekli kısmı ise uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilmektedir.

Bir işletmede işletme sermayesinin artması, nakit unsurların dönen varlıklara yatırılması anlamına geldiğinden, işletme açısından nakit çıkışlarını arttıran bir durum oluşturmaktadır (İvgen, 2003: 46). Aynı zamanda şirketin kasasında bulunan nakdin her gün işletme faaliyetlerinde kullanılmaması ve finansal borçlar da çift kayıt hatasına düşülmemesi gerektiği için bu iki tutar şirket değerlemesi sırasında net işletme sermayesi hesaplanırken, dikkate alınmamaktadır (Hatipoğlu ve Yener, s.13).

Bu sebeplerden nakit akışları kapsamında işletme sermayesi ele alınırken kasa ve menkul kıymetler hesaplamaya dâhil edilmemektedir ve net işletme sermayesi ticari alacaklar ile stoklar toplamından ticari borçların çıkarılması ile bulunmaktadır. Bu durum işletmenin kasasında bulunan hazır değerlerini her gün faaliyetlerinde kullanmadığı ve bu nedenle işletme sermayesi hesabında değerleme dışı bırakılması gerektiği savına dayanmaktadır (İvgen, 2003: 46).

Nakit akımlarını tahmin ederken, net işletme sermayesi ile ilgili olarak yapılan yaygın hatalar şöyle sıralanmıştır (Brealey vd, 2001: 180):

- İşletme sermayesinin hiç hesaba katılmaması,
- İşletme sermayesinin her yıl için aynı tutulması, artan satış rakamları ile birlikte doğal süreç içerisinde işletme sermayesi ihtiyacı da artacaktır,
- Projenin sonunda işletme sermayesinin geri alınacağının unutulması.

3.2.3. Amortismanlar

Eskimeye, tükenmeye, kırılmaya ve bozulmaya maruz kalan sabit kıymetlerin mal oluş bedellerinin, amortisman ömrü içerisinde, yıllar itibari ile gider yazılması işlemine amortisman denmektedir. Böylelikle söz konusu sabit varlıkların maliyet

bedelleri, ürün maliyetlerine dâhil edilmekte ve yenilenmeleri için fon oluşturulması imkanı doğmaktadır (Okka, 2013: 55).

Amortismanlar sağladıkları vergi kalkanı etkisi sebebiyle zaman içinde duran varlıkların likit fonlara dönüşmesine neden olmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan fonların maliyeti, ortalama sermaye maliyetine yakın olmaktadır. Amortisman yolu ile elde edilen kaynaklar, ortaklar ile alacaklılar arasında dağıtılabilir veya yeni yatırımların finansmanı amacıyla kullanılabilmektedir (Tunçel, 2012: 158).

Amortisman, şirketin doğrudan katlanması gereken bir gider kalemi değildir. Başka bir ifade ile amortisman, para çıkışı gerektirmeyen bir gider kalemi olma özelliği sebebiyle, şirketin vergi sonrası oluşacak net faaliyet kârını etkilememektedir (Kara, 2005: 58).

Yıl sonunda işletmenin brüt kârından düşülmesi ile vergiye tabi gelir miktarı amortisman tutarı kadar azalmaktadır. Vergi matrahının azalması, işletmenin nakit çıkışları arasında yer alan verginin azalmasına sebep olmaktadır ve bu durum amortismanların net nakit girişi üzerinde olumlu bir etkiye yol açtığını göstermektedir (Erdoğan, 2011: 170).

Amortisman, duran varlıklara bağlı olarak oluşan bir gider kalemi olduğu için işletmenin varlıklarını arttıracak yatırımlarından etkilenmekte ve değişim göstermektedir. İşletmenin gelecek dönemlerde yapacağı varlık yatırımları ve kullandığı amortisman politikası, nakit akımlarının belirlenmesi açısından, gelecek dönem amortisman tutarlarının belirlenmesi aşamasında dikkate alınması gereken unsurlardır. Gelecek dönemlere ait belirlenecek amortisman tutarlarının işletmenin uyguladığı amortisman yöntemleri ve varlıklarında meydana gelen artışlar ile tutarlı olması gerekmektedir.

3.2.4. Sermaye Harcamaları

Şirketlerin geleceği açısından hayati öneme sahip sermaye harcamaları, şirketin gelecek dönemlerdeki başarılarını, verimliliğini, risk derecesini ve kârlılığını

belirleyecek en önemli faktörlerden bir tanesidir (İvgen, 2003: 45). Şirketler açısından sermaye harcamalarının yapılış nedenleri (Aydın vd., 2010: 204);

- Üretimin devamlılığı açısından, eskimiş veya çalışamaz hale gelmiş bir varlığın yerine, aynı üretim faaliyetinde kullanılmak için niteliksel olarak benzer bir varlığı satın alarak yenileme yatırımları yapmak,
- Mevcut üretimin ve kapasitenin arttırılması amacıyla genişleme yatırımları yapmak,
- Mevcut varlıklarda maliyet tasarrufu sağlamak, kaliteyi arttırmak gibi amaçlar ile modernleştirme yatırımları yapmak
- Uzun vadede şirketin açısından risklerin azaltılması veya piyasa değerinin arttırılması amacıyla stratejik yatırımlar yapmak olarak sıralanmaktadır.

Yatırımlar, mali yatırımlar ve üretime ilişkin yatırımlar olmak üzere iki grupta sınıflandırılabilmektedir. Mal ve hizmet üretimi ile doğrudan ilişkili olarak üretimi arttıracak veya maliyetleri azaltacak üretime ilişkin yatırımların yanı sıra başka alanlara yapılan yatırımlar mali yatırımlar olarak sınıflandırılmaktadır. Bu tür yatırımların üretim fonksiyonu ile doğrudan bir ilişkisi bulunmamaktadır ve genellikle yapılan yatırım sonucunda bir faiz getirisi sağlamak, ekonomik gücü arttırmak, vergi avantajı sağlamak veya uzun süreli likidite rezervi sağlamak amaçlanmaktadır (Aydın vd., 2010: 203).

Özellikle üretime ilişkin yatırımlar şirketin nakit akımları üzerinde doğrudan etki yapmaktadır. Üretim hacminde gerçekleşecek bir değişim faaliyetler sonucunda elde edilecek nakit giriş ve çıkışlarını etkileyebilmektedir. Yapılan yatırım, gelişmiş teknolojiye sahip olması bakımından maliyet avantajı sağlayabilmekte ve bu durumun sonucu olarak şirketin nakit çıkışlarında bir düşüşe, üretim kapasitesinin artması sonucu ise nakit girişlerde bir artışa neden olabilmektedir. Bu durumların dışında, yapılacak yatırımın amortisman giderlerini arttırması da şirketin nakit akımlarını etkilemektedir.

Yapılacak yatırımların, nakit akımlarına yapacağı bu ve benzeri etkiler dikkate alınarak, işletmenin geçmiş yatırımları ve gelecek planları ekseninde, gelecek

yatırımların belirlenmesi ve etkilerinin şirketin büyüme beklentisi ve amortisman tutarı ile tutarlı bir şekilde ele alınması gerekmektedir. Bu nedenle işletmenin yapacağı yatırımların belirlenmesi, gelecek tahminlerinin şekillenmesi açısından önem taşımaktadır.

3.3. AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİNİN BULUNMASI

İşletmeler gerçekleştirdikleri faaliyetleri çeşitli kaynaklar ile finanse etmektedir. Ortalama sermaye maliyetinin belirlenebilmesi için bu kaynakların her birinin maliyetinin bulunması ve şirketin sermaye yapısını oluşturan öğelerin oranlarının hesaplanması gerekmektedir. Bulunan maliyetlerin oransal ağırlıkları temel alınarak ağırlıklı ortalama hesaplaması ile bulunan maliyete, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti denmektedir (Öztürk, 2015:195).

İşletmenin sermaye yapısı içerisinde borç ve öz sermaye yer almaktadır. Bu durum göz önüne alındığında sermaye maliyeti, sermaye yapısı içerisinde yer alan borçları sağlayanların işletmeden bekledikleri getiri ile özkaynakları sağlayanların işletmeden bekledikleri getirinin ağırlıklı ortalaması olarak ifade edilmektedir (Tunçel, 2012: 151).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin borçlarının ve öz sermayesinin bir arada dikkate alınarak hesaplanması ile bulunmaktadır. İşletmenin borç politikası ve belirleyeceği kaldıraç oranı bu durum sebebiyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilemektedir.

Öz sermaye ve borçtan oluşacak her karışım ortaya farklı bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti çıkarmaktadır. İşletmeler genelde kendilerine en uygun, optimal olarak nitelendirilebilecek, borç/öz sermaye oranını hedelemektedir ve bu hedef optimal sermaye yapısını oluşturmaktadır. Optimal noktanın belirlenmesi, şirketin geçmiş tecrübelerine, sektördeki benzer şirketlerin sermaye yapılarına ve ekonominin şartlarına bağlıdır. Şirketler bu oranı ya sabit bir oran olarak ya da bir oran marjı olarak belirlemektedir (Okka, 2007: 426).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üç aşamada hesaplanmaktadır ve ilk olarak sermayeyi oluşturan unsurların, sermaye içerisindeki paylarının bulunması gerekmektedir (Ercan vd, 2006: 21). Ağırlıklar şirketin mevcut sermaye yapısını gösteren tarihi ağırlıklar veya hedeflenen ağırlıklar olarak belirlenebilmektedir. Temel olarak işletmenin sermaye yapısının optimal olduğu ve olacağı varsayımına göre hareket edilmektedir ve temel varsayım bu durumun gelecekte de devam edeceğidir (Öztürk, 2015:197).

İkinci aşamada sermaye içerisinde payı belirlenen her bir unsurun maliyeti bulunmaktadır. Üçüncü ve son aşamada ise belirlenen unsurların, sermaye içerisinden oluşturdukları paylarınca ağırlıklı ortalamaları hesaplanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bulunmaktadır (Ercan vd, 2006: 21).

$$AOSM = \left[\left(\frac{ÖK}{TK}\right) * r_e\right] + \left[\left(\frac{YK}{TK}\right) * r_b * (1 - v)\right]$$

AOSM = Ağırlıkılı ortalama sermaye maliyeti
ÖK = Öz kaynak tutarı
YK = Yabancı kaynak tutarı
TK = Toplam kaynak tutarı
r_e = Öz sermaye maliyeti
r_b = Borç maliyeti
v = vergi oranı

Beklenen getiriler ile ilgili dikkat edilmesi gereken durumlardan biri, yatırımcının istediği getiri ile şirketin sermaye maliyetinin tam anlamıyla birbirine eşit olmadığıdır. Bu farklılığın vergiler ve menkul değer ihraç giderleri olmak üzere iki nedeni bulunmaktadır. İşletmelerin ödedikleri vergiler vergi matrahından düşülmektedir, böylelikle işletme kendisine vergi etkisi sebebiyle avantaj sağlayarak aldığı faiz oranından daha düşük bir oranın maliyetine katlanmış olmaktadır. Menkul kıymet ihraç edilirken ise işletme önemli ölçüde ihraç giderine maruz kalmaktadır. Yatırımcının getirisinin üzerinde bir de ihraç giderlerinin eklenmesi ile işletmenin karşılaştığı maliyet oranı daha yüksek gerçekleşmektedir (Okka, 2013: 425).

Genel kural olarak yatırımcıların gözünde şirketin riskinin artması, yatırımcıların isteyecekleri getiri oranını da arttırmakta ve bunun sonucu olarak da işletmenin sermaye maliyeti yükselmektedir (Okka, 2013: 426). Borç maliyetinin, öz sermaye maliyetinden düşük olması durumunda işletmenin kaldıraç oranının yükselmesi ağırlıklı ortalamayı düşürmekte ve işletme değerini arttırmaktadır. Aynı şekilde kaldıraç oranının düşmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini arttıracağından işletme değerinin düşmesine neden olmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken durumlardan birisi ise işletmenin sürekli dışardan fon sağlayarak aşırı borçlanmasının, işletmenin ödeme gücünün azalmasına ve işletmenin riskinin artmasına sebep olabileceğidir. Böyle bir durumun gerçekleşmesi ile işletmenin artan riski, yatırımcılar açısından beklenen getirinin artmasına, bu durumun sonucu olarak da öz sermaye maliyetinin artmasına sebep olabilmektedir. Aynı zamanda azalan borç ödeme gücü, şirkete dışardan fon sağlayanların, daha yüksek faiz talep etmesine ve borç maliyetlerinin de artmasına neden olabilmektedir.

Borç maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olması, işletmenin fon ihtiyacını sürekli dışarıdan sağlaması gerektiği veya sürekli dışarıdan sağlanan kaynakların arttırılması ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşeceği ve böylelikle şirket değerinin artacağı anlamına gelmemektedir. Değişen durumlar ve oranlar kapsamında yapılacak hesaplamalar ile optimal seviye belirlenerek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimum düzeye getirmek gerekmektedir.

3.3.1. Sermaye Yapısının Belirlenmesi

Şirket değerlemesi açısından dikkate alındığında, şirketin sermaye yapısında gerçekleşecek olası bir değişikliğin, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyecek olması sebebiyle sermaye yapısı, değerleme açısından oldukça önemli bir konudur (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 11). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum ve şirket değerinin maksimum olduğu yapı, optimal sermaye yapısı olarak tanımlanmaktadır. Optimal sermaye yapısı, risk ve getiri arasında denge kurarak, sermaye maliyetini en aza indirgemeyi amaçlayan ve böylelikle şirket değerini maksimum seviyeye çıkaran yapı olarak tanımlanmaktadır (Günay, 2015: 440).

Optimal sermaye yapısının oluşturulması için muhasebe, finansman, istatistik, ekonometrik yöntemler, sezgisel yöntemler gibi yöntemler kullanılarak hangi oranda borç, hangi oranda öz sermaye kullanılacağı belirlenmektedir. Belirlenen oranlardan sonra minimum fon kaynaklarından başlanarak, belirlenen oranlara ulaşılacak borç ve öz sermayeyi temin etme aşamasına geçilmektedir. Borç fonlarının maliyetleri kendi aralarında farklılık gösterebileceği gibi öz kaynakların maliyetinden farklı olabilmektedir (Okka, 2013: 442).

Borçlanma oranı optimal seviyenin altında gerçekleşen bir işletme, sermaye ihtiyacını daha yüksek oranda bir borçlanma yoluyla karşılama eğiliminde olabilmektedir. Borçlanma oranı daha yüksek olan bir işletme ise ihtiyacı olan finansmanı, hisse senedi ihraç ederek karşılama yolunu seçebilmektedir. Aynı zamanda sermaye yapısının yüksek oranda borçlanma ile oluşturulması, işletme kazançlarının riskliliği ile birlikte öz sermayeden beklenen getiri oranının da artmasına sebep olmaktadır (Aydın vd, 2007: 246).

Yüksek risk işletmenin pazar değerini düşürmektedir, riskin yükselmesi ile orantılı olarak beklenen getiri oranı da yükselmektedir. Bu durum göz önüne alınarak optimal sermaye yapısı, pazar değerini maksimize edecek bir dengeyi risk-getiri arasında kurmaya çalışmaktadır. Optimal sermaye yapısı üzerinde etkili olan dört faktör bulunmaktadır. Bunlar (Okka, 2013: 449-450):

- İşletmenin faaliyetlerinin yapısından doğan işletme riski,
- İşletmenin vergi durumu,
- İşletmenin uygun dönemlerde ve olası olumsuz şartlarda sermaye temin etme yeteneği bir başka ifade ile esnekliği,
- Yöneticilerin sergiledikleri tutumlar (atak veya tutucu olmalarından kaynaklı olarak sermaye yapısının etkilenmesi) olarak ifade edilmektedir.

Şirketler, optimal sermaye seviyelerini belirlerlerken dikkat etmeleri gereken temel bazı unsurlar bulunmaktadır. Sermaye yapısının oluşturulması sürecinde işletme, sermaye yapısı içindeki oranları belirlerken şu unsurlara dikkat etmeli ve

karar alırken bu unsurlara göre sermaye yapısını belirlemelidir (Büker vd, 2011: 497-499);

- İşletmenin özellikleri (Büyüklük, aktif dağılımı, büyüme hedefi, risk alma tutumları, kredi değerliliği vb.)
- Sektörün özellikleri (Rekabet, mevsimsel dalgalanma düzeyi vb.)
- Ekonominin özellikleri (Para piyasası, faiz oranları, vergi oranları, kur politikaları vb.)

Şirketlerin sermaye yapılarının, indirgeme oranı üzerindeki etkisi sebebiyle, şirket değeri üzerinde oldukça etkili olması, optimal sermaye yapısı konusunda birçok farklı görüşün ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Optimal sermaye yapısı konusunda farklı görüşler olmakla birlikte bu görüşler, kullanılan kaynakların bileşimlerinde meydana gelecek değişimlerin şirketin sermaye maliyeti ve pazar değeri üzerindeki etkisi üzerinde yoğunlaşmaktadır (Öztürk, 2015:198-200). Bir işletmenin finansal yapısında meydana gelen değişikliklerin, ortalama sermaye maliyeti ve işletmenin piyasa değerini etkileyip etkilemediği ile ilgili farklı kuramsal yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlar (Büker, 2011: 488):

- Net gelir yaklaşımı: Net gelir yaklaşımına göre sermaye payı içerisinde yabancı kaynak payının artış göstermesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşmesine ve böylelikle şirket değerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bu görüşün temelinde, yabancı kaynak riskinin öz kaynak riskinden daha düşük olması ve bu durumun sonucu olarak yabancı kaynak maliyetinin öz kaynak maliyetinden daha düşük olması yatmaktadır (Günay, 2015: 442).
- Net faaliyet geliri yaklaşımı: Net faaliyet geliri yaklaşımına göre şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısından etkilenmemektedir. Bu yaklaşıma göre şirketin yabancı kaynak kullanımına ağırlık vermesi, öz sermaye maliyetinin artmasına neden olacaktır. Düşük maliyetli yabancı kaynakların kullanımı, artan yabancı kaynak kullanımı ile birlikte yükselen öz sermaye maliyeti ile dengelenecek ve şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde bir değişikliğe neden olmayacaktır (Günay, 2015: 446).

- Geleneksel yaklaşım: Geleneksel yaklaşıma göre şirketlerin yabancı kaynak kullanım oranlarının artması, belli bir seviyeye kadar ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşmesini ve şirket değerinin yükselmesini sağlarken, yabancı kaynak kullanım oranının belli bir noktayı geçmesi ile birlikte ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin yükselmesine ve şirket değerinin düşmesine sebep olmaktadır. Sözü edilen kritik nokta optimal sermaye yapısının sağlandığı nokta olarak kabul edilmektedir. Geleneksel görüşe göre, yabancı kaynak kullanmaya başlayan bir şirketin öz kaynak maliyeti hemen artmamaktadır. Zaman içerisinde işletmenin artan yabancı kaynakları sebebiyle finansman giderlerini karşılama olasılığının azalması işletmenin riskini arttırmakta ve artan işletme riski sonucunda ise hem yabancı kaynak maliyeti hem de öz kaynak maliyeti artmaktadır (Günay, 2015: 450).
- Modigliani-Miller yaklaşımı: Bu yaklaşım temelinde tam rekabet koşullarının geçerli olduğunu ve etkin piyasaların var olduğunu varsaymaktadır. Yaklaşım aynı faaliyet riskine sahip iki işletmenin finansal varlık fiyatlarının birbirinden farklı olamayacağını, bunun nedeni olarak da yatırımcıların rasyonel davranarak ve işlem maliyetlerinin sıfır olduğu bir ortamda fiyatların eşitlenene kadar arbitraj işlemine maruz kalacağını savunmaktadır. Modigliani ve Miller yaklaşımına göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve sermaye yapısı işletmenin piyasa değerini etkilememektedir ve optimal sermaye yapısı diye bir şey söz konusu değildir (Günay, 2015: 456).

Optimal sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar arasında net faaliyet geliri yaklaşımı ve Modigliani-Miller yaklaşımı, sermaye yapısının şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilemediğini savunurken, net gelir yaklaşımı ve geleneksel yaklaşım ise sermaye yapısının şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkilediğini savunmaktadır. (Günay, 2015: 440)

Sermaye yapısı ile ilgili olarak bu ana dört yaklaşımın dışında kalan diğer teorik yaklaşımlar ise şunlardır (Günay, 2015: 457):

- Vergi faktörü yaklaşımı

- Finansal sıkıntı maliyeti yaklaşımı
- Vekâlet yaklaşımı
- Dengeleme yaklaşımı
- Finansman hiyerarşisi yaklaşımı
- Asimetrik bilgi yaklaşımı

3.3.2. Borçların Maliyetinin Bulunması

Şirketler kaynak olarak öz sermaye ile birlikte yabancı kaynakları da kullanmaktadır ve her ikisinin de ayrı olarak işletmeye bir maliyeti bulunmaktadır. İki kaynağın maliyeti arasındaki en önemli farklılık, vergi kalkanı veya vergi koruması olarak da isimlendirilen durumdur. Borç maliyeti hesaplanırken, borcun faiz ödemelerinin vergiyi düşürdüğü göz önünde bulundurulmalıdır (Black vd, 1998: 38). Borç verenlerin beklediği getiri oranı ile işletmenin katlandığı maliyet arasındaki fark da aynı şekilde bu vergi avantajından kaynaklanmaktadır (Gürsoy, 2007: 553).

Şirketler açısından borçlanma maliyeti, çıkarılan tahvil üzerinde yazılı olan faiz oranı veya alınan kredinin faiz oranı olarak ifade edilmektedir. Genel tanımıyla borçlanma maliyeti, borçlanma yoluyla elde edilen fon kaynaklarının bugünkü değeri ile borcun tahsil gününde yapılacak ödemelerin bugünkü değerini eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır. Borçlanmadan dolayı oluşacak faiz giderleri vergi tasarrufu sağladığından vergiden arındırılmış maliyetin hesaplanması daha doğru olmaktadır. Vergi sonrası maliyet şu şekilde formüle edilmektedir (Aydın vd, 2007: 315);

Borcun Vergi Sonrası maliyeti = Borcun Vergi Öncesi Maliyeti x (1-Vergi)

Şirketlerin borçlanma maliyetlerinin, geçmiş oranlar yerine güncel oranlar dikkate alınarak belirlenmesi daha faydalı olmaktadır. Şirket değerlemesi, geleceğe yönelik bir tahmin olduğundan, borçlanma maliyetlerinin de güncel değerler üzerinden hesaplanması, yöntemle tutarlı bir hareket olmaktadır (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 11-12).

Borçların maliyeti, bir şirketin piyasadan uzun vadeli borç sağlamak için katlanması gereken faiz oranını ifade ettiğinden, doğrulanması en kolay yapılabilecek sermaye maliyeti unsuru olarak ifade edilmektedir. Şirketin tahvil gibi kendi borçlanma araçları var ise bu borçlanma araçlarının faiz oranları da borç maliyeti olarak kullanılabilmektedir. Şirketin borçlanma maliyetinin hesaplanabilmesi için kullanılabilecek bir başka yöntem ise risksiz getiri oranı ile şirkete özgü risk priminin toplanarak borçlanma maliyetinin hesaplanmasıdır (Çakıcı, 2008: 165). Bu durumda borcun maliyeti şu üç aşamada hesaplanmaktadır (Ercan vd, 2008: 8):

- İlk aşama olarak, işletmenin borç oranına göre işletmenin borcunun ve faiz giderlerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Yüksek borç oranı, borçların ve faiz giderlerinin de yüksek olmasına sebep olmaktadır.
- İkinci aşamada, ödenmeme riskinin ölçülmesi için kullanılacak finansal oranın tespit edilmesi gerekmektedir, böylelikle şirketin kredi notu hesaplanmaktadır.
- Son aşamada, borcun maliyetinin bulunabilmesi için, risksiz faiz oranına işletme için kredi notuna bağlı olarak belirlenen ödenmeme risk primi eklenmektedir.

Borç maliyetinin yapısı ve özellikleri göz önünde tutularak değerleme yöntemleri açısından bir değerlendirme yapılacak olursa, borçlanma seviyesi yüksek veya yükselme eğiliminde olan işletmeler için, şirkete serbest nakit akımlar yönteminin, öz sermayeye serbest nakit akımları yöntemine nazaran daha uygun olduğu dikkat çekmektedir (Ercan vd, 2008: 16).

3.3.3. Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması

Şirketler açısından sermaye maliyeti, yatırımlardan sağlanan minimum getiri oranını ifade etmektedir. Teorik olarak bir işletmenin finansmanını sadece öz sermaye fonlamasını kullanarak yapması mümkündür. Bu durumda çıkarılmış hisse senetlerini satın alanların, hisse senetlerinden bekledikleri getiri oranı sermaye maliyeti olarak ifade edilmektedir (Aydın vd, 2007: 314).

Şirket hissedarlarının şirkete yaptıkları öz sermaye yatırımından ne kadar getiri beklediklerini gözlemleme olanağı bulunmadığından, öz sermaye maliyeti ancak tahmin edilebilmektedir (Gürsoy, 2007: 546). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanması aşamasında yer alan ve iki temel unsurdan biri olan öz sermaye maliyeti, bir diğer temel unsur oran olan borç maliyetine nispeten daha subjektif öğeler içermektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde, hissedarın sermaye kazancı ve temettü getirisinden oluşan getiri beklentisi, öz sermaye maliyetini oluşturmaktadır. Halka açık olmayan işletmelerde ise aynı sektör içerisinde faaliyet gösteren ve işletmeye benzer özellikler taşıyan halka açık şirketlerin öz sermaye maliyetleri kullanılabilmektedir (Ercan vd, 2006: 16).

Hissedarların alternatif yatırım araçlarına rağmen, işletmeye yatırım yapmalarının temel nedeni işletmeden bekledikleri getiri oranıdır. Bu nedenle hissedar, işletmenin riski ile uyumlu olarak belli bir oranda getiri beklentisi içinde olmaktadır. İşletmenin hissedara sağlayabileceği kazançlar, kâr payı temettüleri ve hisse senedinin elden çıkarılması durumunda hissedarın elde edeceği getiri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Öztürk, 2015:190).

Bazı görüşlere göre öz sermaye maliyeti, hissedarlara yapılan kâr payları ile ifade edilmektedir. Bu görüş, temelinde kâr payı iskonto modeline dayanmaktadır. Kâr paylarının, öz sermaye maliyetinin belirlenmesi sürecinde temel alınması, bir anlamda yatırımcı ve yöneticileri bütünün birer parçası olduğu anlamına gelmektedir. Yatırımcı sadece kâr payı ödemeleri ile değil aynı zamanda kârlılık oranı ile de ilgilenmektedir (Black vd, 1998: 37).

Sermaye maliyetine ilişkin iki özellik önem taşımaktadır. Bunlardan birincisi sermaye maliyetinin, geçmiş veriler yerine gelecek beklentileri dikkate alınarak hesaplandığıdır. İkinci olarak da sermaye maliyetinin, aslında bir fırsat maliyeti olarak benzer riske sahip yatırımlardan elde edilmesi beklenen getiri olduğudur (Çakıcı, 2008: 161).

Sermaye maliyeti gerçekte nakit bir maliyet değildir. Geniş bir ifade ile şirket sahiplerinin hisse ve tahvillerden oluşan, işletmeye yapılacak yatırım ile eşit düzeyde

riske sahip olan, bir yatırımdan kazanmayı bekledikleri toplam getiriyi ifade eden fırsat maliyeti olarak tanımlanabilmektedir. Şirketin riskinin artması, getiri beklentisinin artmasına da sebep olacaktır (Çakıcı, 2008: 160).

Şirketler öz sermayeyi, yeni hisse ihraç etmek veya kârlarını dağıtmayıp elde tutmak olmak üzere iki yol ile elde ederler. Yeni hisse senedi çıkartılırken katlanılacak ihraç giderleri yüksektir. Şirketlerin yeni hisse senedi ihraç etmesi ile yatırımcılar yeni hisse senetlerine daha düşük bir fiyat ödemek istemektedir, bu durum da hisse senetlerinin maliyetini yükseltmektedir. Ayrıca yeni hisse senedi, hisse senedi arzının artmasına sebep olacağından fiyatların ve şirketin değerinin düşmesine ve öz sermaye maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Sayılan bu sebepler nedeniyle şirketler mümkün olduğu ölçüde yeni hisse senetlerinden kaçınmaktadır ve iç kaynaklara dağıtılmayan kârlara yönelmektedir (Okka, 2013: 434).

3.3.3.1. Öz Sermaye Maliyeti Türleri

Öz sermaye maliyeti hesaplanırken, hisse senedinin çeşidi önem kazanmaktadır. Hissedarlara belli oranda getiri sağlamayı taahhüt eden imtiyazlı hisse senetleri ile yaygın kullanıma sahip ve sıklıkla el değiştiren ve elinde bulundurana bazı haklar veren adi hisse senetleri arasında farklılıklar söz konusudur (Öztürk, 2015:191).

Bu kapsamda öz sermaye maliyetinin hesaplanması birinci olarak hisse senedi türüne ve ikinci olarak dağıtılmayan kârlara göre farklı yollardan belirlenmektedir. İmtiyazlı hisse senetleri ile adi hisse senetlerinin birbirinden farklı olması ve maliyetlerinin farklılaşması nedeniyle bu iki hisse senedi maliyet olarak ayrı değerlendirilmektedir. İki maliyet unsurunun yanı sıra dağıtılmayan kârların maliyeti de üçüncü bir yol olarak öz sermaye maliyeti başlığı altında yer alacaktır.

3.3.3.1.1. Adi Pay Senedinin Maliyeti

Adi pay senedi maliyeti ilk bakışta pay senedi çıkarma giderlerinden oluşuyormuş gibi görünse de, adi pay senedi sahiplerinin işletmeden bekledikleri getiriyi ifade etmektedir. İşletme dışarıdan sağladığı kaynaklar için faiz giderine katlanırken, öz kaynağın da hissedar beklentileri çerçevesinde bir maliyeti bulunmaktadır ve bu maliyet genellikle daha fazla risk yüklenilmesi sebebiyle borç maliyetinden yüksek gerçekleşmektedir (Ceylan,2015: 212). Adi hisse senedi maliyeti, gelecekte dağıtılacak kâr paylarını, senedin piyasa fiyatına indirgeyen iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır (Günay, 2015: 417).

Adi pay senetleri bir anonim ortaklığın kuruluşu aşamasında ilk çıkarılan hisse senetleridir ve şirketin tasfiyesi durumunda en son geri ödenecek varlık grubunu ifade etmektedir. Bu durumun yanı sıra adi pay senetlerinin şirket üzerinde sahiplerine sağladıkları bazı haklar bulunmaktadır. Bu haklar (Tunçel, 2012: 155);

- Şirket faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı,
- Yönetime katılma ve oy hakkı,
- Kârdan pay alma hakkı,
- Rüçhan hakkı,
- Şirketin tasfiyesinden pay alma hakkı olarak sıralanmaktadır.

Adi pay senedi, sağladığı bu hakların yanı sıra sahibine başka bir getiri imkanı sunmamaktadır. Temettüler ve hisse senedini elden çıkarma durumunda elde edilecek getiri dışında bir getirisi olmayan adi hisse senetleri, aynı zamanda temettü ödemeleri ve tasfiye halinde yapılacak ödemelerde diğer unsurlara göre daha risklidir. Bu risk sebebiyle diğer öz sermaye maliyet türlerine nazaran daha yüksek getiri beklentisine sahip olmaktadır.

$$Hisse\ Senedinin\ Piyasa\ Fiyatı\ (P) = \frac{T_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

$$P = \frac{T}{r_e} \quad \rightarrow \quad r_e = \frac{T}{P}$$

r_e = Öz sermaye maliyeti

P = Hisse Senedinin bugünkü Fiyatı

T = Temettüler

3.3.3.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri Maliyeti

Adi hisse senetleri ile tahvil arasında karma bir niteliğe sahip olan imtiyazlı hisse senetleri, sahiplerine adi hisse senedi sahiplerine kıyasla kârdan öncelikli pay alma hakkı tanımaktadır. İmtiyazlı hisse senedi ihraç eden şirketler, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine dönemsel olarak belli bir ödeme yapmak zorundadır. Bu durum, tasfiye halinde, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, adi hisse senedi sahiplerine kıyasla öncelikli talep hakkı doğurmaktadır. Bu nedenle imtiyazlı hisse senetleri tahvile benzetilmektedir. Tahvil borç niteliğindedir ve tahvilde vade söz konusudur, imtiyazlı hisse senedin de ise herhangi bir vade söz konusu değildir. Bir başka farklılık ise vade sonunda oluşan durum ile ortaya çıkmaktadır. Belirtilen süre sonunda tahvile ait anapara ve faiz ödemeleri yapılmak zorundayken, imtiyazlı hisse senetlerinde böyle bir zorunluluk bulunmamakta ve ödeme şirketin kâr etmesi durumuna bağlı kalmaktadır (Aydın vd., 2010: 192).

Yatırımcı açısından değerlendirildiği zaman, imtiyazlı hisse senedi alımı, adi pay senedi alımına kıyasla daha az risk barındırırken, tahvil alımına göre ise daha fazla risk barındırmaktadır. Aynı şekilde işletme açısından ele alındığında ise tam tersi bir durum ortaya çıkmaktadır. Şirketler açısından imtiyazlı hisse senedi ihraç etmek, tahvil ihracına göre daha az riskli, adi pay senedine göre ise daha riskli bir finansman yöntemi olmaktadır (Tunçel, 2012: 154).

Şirketlerin çoğu imtiyazlı hisse senetlerini devamlı sermayelerinin içerisine dâhil etmektedir. İmtiyazlı hisse senetlerine ait temettü tutarı borçlarda olduğu gibi vergi matrahından düşülmemektedir ve bir vergi düzeltmesi söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle şirket bu senetlerin bütün maliyetlerine katlanmak zorunda kalmaktadır. Ayrıca imtiyazlı hisse senetlerinin temettüleri her yıl ödenmek

zorundadır, aksi durumda bu temettüler ödenmediği sürece adi hisse senedi sahiplerine temettü ödemesi yapılamamaktadır, şirket sermaye pazarında ihtiyaç duyduğu kaynakları sağlamakta zorlanmakta ve sözleşmede yer alması durumunda imtiyazlı senet sahipleri şirket yönetimine el koyabilmektedir (Okka, 2013: 433).

$$r_i = \frac{T_i}{P_ç}$$

R_i = İmtiyazlı hisse senedi maliyeti (öz sermaye maliyeti)

T_i = İmtiyazlı Hisse senedi yıllık temettü tutarı

P_i = İmtiyazlı Hisse senedinin net çıkarılma fiyatı (İhraç Bedeli-İhraç maliyeti)

3.3.3.1.3. Dağıtılmayan Kâr Paylarının Maliyeti

Elde edilen kârın bir bölümünün veya tamamının şirkette bırakılmasının nedeni, şirketin yatırımlarında bu kaynağı kullanma isteğidir. Hissedarların bu durumdan beklentisi ise şirketin yapacağı yatırımın, hissedarın dağıtılmayan kârları elde etmesi halinde yapabileceği alternatif yatırımlardan daha yüksek getiri sağlamasıdır. Bu durum göz önüne alındığında, dağıtılmayan kârların maliyeti ortakların işletmeden almayı bekledikleri kârlılık oranına eşit olmaktadır (Tunçel, 2012:157).

Şirketler, ihtiyaç duydukları kaynakların bir bölümünü, elde edilen kârı dağıtmayıp, şirket bünyesinde tutarak sağlama yoluna gidebilmektedir. Şirketin tercih edebileceği yöntemlerden biri olan bu duruma aynı zamanda oto-finansman adı da verilmektedir. Oto finansman yolu ile sağlanan kaynak, her ne kadar şirketin yabancı kaynak kullanımını engelleyerek, bir faiz giderine katlanmamış olmasını sağlasa da şirket açısından yine de bir maliyet söz konusudur ve bu maliyete alternatif maliyet denmektedir. Alternatif maliyet, şirkete yatırım yapan hissedarların bekledikleri minimum kârlılık oranını ifade etmektedir. Dağıtılmayan kârların maliyetinin bulunması oldukça zordur ve bu konuda yaygın olarak 3 yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler (Aydın vd., 2010: 195):

- Sermaye varlıklarını Fiyatlama modeli
- Tahvil getirisi+risk primi yöntemi

- Temettü değerleme yöntemi

Dağıtılmayan kârlar şirket hissedarlarına gelir vergisi ve komisyon giderleri konusunda bir avantaj sağlamaktadır ve bu durum hisse senedi maliyeti hesaplanırken gelir vergisi ve komisyon giderinin hisse senedi maliyetinden düşülmesi anlamına gelmektedir. Fakat her bir ortağın şirkete yatırımının farklı boyutlarda olduğu düşünüldüğünde, gelir vergisi ve komisyon giderleri farklılık arz etmektedir. Bu nedenle gelir vergisi ve komisyon giderlerinin etkisini belirlemek oldukça zorlaşabilmektedir. Hesaplamanın zor olması ile birlikte gelir vergisi ve komisyon gideri avantajı sonucunda dağıtılmayan kârların maliyeti, hisse senedi maliyetinden daha düşük gerçekleşmektedir (Günay, 2015: 424).

$$r_e = \left[\frac{T}{P}\right] * (1 - v_g)$$

r_e = Dağıtılmayan kâr paylarının öz sermaye maliyeti

v_g = Gelir vergisi oranı

T = Temettü

P = Hisse Senedi Değeri

3.3.3.1.3.1. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bulunabilmesi açısından önemli bir değişken olan sermaye maliyetinin, hesaplanabilmesi için birçok yöntem bulunmaktadır. Bunlardan birisi de 1960'larda Sharpe ve ekibinin geliştirdiği Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modelidir. Modelde şirketin öz sermaye maliyetine ait toplam risk priminin hesaplanması, beta kat sayısı ile piyasa risk priminin çarpılması ile yapılmaktadır.

V Sharp tarafından geliştirilen finansal varlıkları fiyatlama modeli, şirkete ait hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasada beklenen getirisi, şirketin sistematik riskinin risk primi ile çarpılması sonucunda bulunan değere, risksiz faiz oranının eklenmesi ile hesaplanmaktadır (Öztürk, 2015:192).

$$Özsermaye\ Maliyeti\ =\ Risksiz\ Faiz\ +\ (Piyasa\ Risk\ Primi * Beta)$$

Sermaye varlıkları fiyatlama modeline göre ağırlıklı öz sermaye maliyetinin hesaplanması için şu aşamalardan oluşmaktadır; (Berk, 2010: 251)

- Risksiz faiz oranının bulunması (genellikle hazine bonoları veya devlet tahvilleri kullanılır),
- Beta katsayısının bulunması,
- Piyasa getiri oranının bulunması,
- Modelin aşağıda verilen formül kullanılarak istenen kârlılık oranının tespit edilmesi.

$$B(G_ş) = R_f + \beta_ş(B(G_P) - R_f)$$

$B(G_ş)$ = Şirketin beklenen getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

$B_ş$ = Şirketin beta katsayısı

$B(G_p)$ = Pazarın beklenen getirisi

Kullanılacak FVFM modeli bazı varsayımlara dayanarak hareket etmektedir. Yönteme ait varsayımlar şöyle sıralanmıştır (Kalı, 2015: 490-491):

- Risksiz bir finansal varlık mevcuttur. Yatırımcıların sınırsız miktarda borç alıp verebildiği risksiz bir oran mevcuttur.
- Finansal varlıkların alım ve satımında herhangi bir maliyet söz konusu değildir.
- Yatırımcılar, bir finansal varlığa istedikleri kadar küçük miktarlarda yatırım yapıp, konum alabilmektedir.
- Yatırımcılar herhangi bir hisse senedini istediği kadar açığa satmakta serbesttir.
- Bütün yatırımcıların, gelecek getiri oranları için aynı olasılık dağılımını tahmin ettiği, yani homojen beklentilere sahip olduğu varsayılmaktadır.
- Her yatırımcı için yatırım dönemi aynıdır ve menkul kıymet aynı dönem boyunca elde tutulmaktadır.

- Birey olarak gerçekleştirilen alım ve satım eylemi varlığın fiyatını etkilememektedir.
- Yatırımcılar, Markowitz etkin yatırımcılarıdır.
- Sermaye piyasalarının, varlıkların içerdikleri risklere uygun olarak fiyatlandırılması ile dengede olduğu varsayılmaktadır.

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli öz sermaye ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ve hisse senedi fiyatının belirlenebilmesi açısında oldukça kolay, anlaşılması ve uygulanması mümkün bir modeldir. Model pazarın risk primini, risksiz getiri oranını ve beta katsayısını kullanarak öz sermaye maliyetini hesaplamaktadır (Ercan vd, 2006: 19).

Kâr payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda özellikle tercih edilmesi ve uygulanmasının kolaylığı açısından oldukça kabul gören bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Yöntem açısından en önemli nokta, piyasa riskinin, risksiz faiz oranının ve beta kat sayısının doğru olarak belirlenmesidir (Ercan vd, 2006: 19). Model, sistematik riski dikkate almaktadır ve sistematik olmayan riskin iyi bir portföy çeşitlendirmesi ile dağıtılabileceği düşüncesiyle sistematik riski göz ardı etmektedir (Ercan vd, 2006: 19).

FVFM'nin varsayımları arasında yer alan bazı varsayımlar gerçekçi görülmemektedir. Gerçek hayatta karşılaşılamayacak bu durumlardan bazılarını esnetmek ve değiştirmek mümkündür. Bu esnetmelerin gerçekleştirilebileceği ve FVFM'nin yeniden dizayn edilmesi mümkün olan durumlar (Kalı, 2015:502):

- Borç alma ve verme oranlarının farklı olması,
- Risksiz varlıklar yerine betası 0 olan başka varlıkların risksiz varlık olarak kabul edilmesi,
- Enflasyon etkisi ve risksiz varlığı etkilemesi,
- Yatırımcı beklentilerinin homojen olmaması,
- Yatırım dönemlerinin farklı olması,
- Gerçekleştirilen işlemlerde işlem maliyetleri ile karşılaşılması olarak sıralanmaktadır.

3.3.3.1.3.2. Tahvil Getirisi + Risk Primi Yöntemi

FVFM'nin yaratmış olduğu sorunlar ve varsayımlarındaki güçlükler göz önüne alınarak bu model yerine subjektif bir yöntem olarak kullanılan tahvil getirisi+risk primi yöntemi, uzun dönemli borçların faiz oranının üzerine, belirli bir puan aralığında uygun görülen bir risk primi eklenmesi ile dağıtılmamış kârların maliyetlerini belirlemektedir. Yöntemde belirlenen risk priminin bulunması tamamen yargısal kararları içermektedir (Aydın vd., 2010: 196-197).

$$k_e = [Uzun\ vadeli\ tahvil\ faiz\ oranı * (1 - v)\ ] + risk\ primi$$

3.3.3.1.3.3. Temettü Değerleme Modeli

Hisse senedinin gelecekte sağlayacağı temettüler, tahvil faizinde ve imtiyazlı hisse senedi temettülerinde olduğu gibi kolayca bilinmemekte ve tahmini de oldukça zor olmaktadır. Bu yönüyle temettü değerleme modeli teorik olarak doğru bir durum ortaya koysa da öz sermaye maliyetinin hesaplanması aşamasında pek kolay kullanılamayan bir yöntemdir (Okka, 2013: 435).

3.3.3.1.3.4. Arbitraj Fiyatlama Modeli

FVFM modelinden daha kapsamlı bir modelleme olmasına rağmen yöntemin uygulanması birçok veriyi sağlamanın güçlüğü sebebiyle sorun yaşamaktadır. FVFM yönteminde olduğu gibi sadece beta faktörünü kullanmak yerine, şirketi etkileyen birçok durum olduğunu savunmakta ve bu sebeple birden çok faktör kullanılmaktadır. Üzerinde yoğunlaşılan ve belirleyici olduğuna inanılan başlıca faktörler (Berk, 2010: 391-393);

- Ekonomide gelişen sektörel üretim düzeyindeki değişimler
- Getiri eğrisinde meydana gelen değişimler
- Risk primindeki değişimler
- Enflasyon oranındaki değişimler
- Reel faiz oranındaki değişimler
- Ekonomide para arzının seviyesi olarak sıralanmaktadır.

$$B(G) veya\ r_e = R_f + \beta_1[F_1] + \beta_2[F_2] + \cdots . + \beta_n[F_n]$$

B(G) = Beklenen Getiri

r_e = Öz sermaye maliyeti

R_f = Risksiz faiz primi

F = Etkileyen faktörler

β = Beta Katsayısı

3.3.3.2. Piyasa Risk Priminin Bulunması

Öz sermaye maliyetinin bulunabilmesi için gereken verilerden birisi de piyasa riskidir. Piyasa riski yatırımcının, risksiz olarak ifade edilen devlet tahvilleri gibi yatırım araçları yerine, şirkete yatırım yaparak beklediği getiri tutarının bulunması için beta katsayısı ile birlikte belirleyici faktördür.

Piyasa risk priminin hesaplanması için geriye dönük ve ileriye dönük olmak üzere temel iki yaklaşım bulunmaktadır. Geriye dönük hesaplama geçmiş dönemlerin verilerinin ortalaması ile hesaplanırken, ileriye dönük hesaplama ise mevcut piyasa göz önüne alınarak gelecek beklentileri ile hesaplanmaktadır. (Black vd, 1998: 34-37)

Sistematik risk olarak da adlandırılmakla birlikte piyasa riski, hisse senetlerinin birlikte hareket etmeleri konusunda var olan eğilimlerin nedenini açıklamaktadır ve ekonomi ile ilgili tehlikelerden kaynaklanmaktadır. Bütün işletmeler bu tehditten etkilenmektedir (Brealey, 2001: 251).

Petrol fiyatları, para politikaları, faiz oranları, döviz kurları gibi makroekonomik faktörler tüm şirketlerin hisselerini etkilemektedir. Piyasa performansı sadece makro olayları yansıtmakta, binlerce şirket arasında şirkete özel durumlar ise ortalamada sıfırlanmaktadır (Brealey, 2001: 264).

Piyasanın getirisi ile kısa vadeli hazine bonolarının faiz oranları arasındaki fark piyasa risk primi olarak ifade edilmektedir. Formüle edilirse (Brealey, 2001: 271-272);

$$Piyasa\ Risk\ Primi\ =\ Beklenen\ Piyasa\ Getirisi\ -\ Hazine\ Bonosu\ Faiz\ Oranı$$

3.3.3.3. Beta Katsayısının Bulunması

Beta katsayısı, şirketin hisse senedi getirisi ile pazarın getirisi arasındaki kovaryansın, pazar getirisinin varyansına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Teorik olarak beta katsayısı eksi sonsuz ile artı sonsuz arasında değer almaktadır (Öztürk, 2015: 193). Sistematik riskin ölçüsü olarak beta katsayısı menkul kıymet getirisi ile piyasa getirisini karşılaştırdığından ilişki tarihsel veriler ışığında şu şekilde formüle edilmektedir (Aydın vd, 2007: 302);

$$Beta = \frac{Kov_{şp}}{\sigma_p^2}$$

$Kov_{şp}$ = Şirket ve Pazar getirilerinin kovaryansı

σ_p^2 = Pazar getirisinin varyansı

ş = Şirketin Getirisi

p = Pazar getirisi

William F. Sharpe tarafından geliştirilen ve bir menkul kıymetin standart sapmasını, sistematik ve sistematik olmayan risk bileşenlerine ayırmak için kullanılan beta katsayısı, hisse senetlerinin piyasadaki dalgalanmalara duyarlılığının bir ölçüsü niteliğindedir. Formülde kovaryans pozitif ise piyasa getirisi ve hisse senedi getirisi aynı yönde hareket etmektedir, negatif ise ters yönde hareket ettiğini göstermektedir (Büker, 2011: 73).

Beta katsayısı, yatırımcının aldığı hisse senedinin piyasa ile ne denli uyumlu hareket ettiğini gösteren ve yatırımcının satın aldığı hisse senedinin sistematik riski hakkında bilgi veren bir ölçüdür. Beta katsayısı birden yüksek olan bir hisse senedi

için, riskinin piyasa riskinden daha yüksek olduğu ve piyasaya kıyasla daha çok değişkenlik gösterdiği söylenebilmektedir. Katsayının birden küçük olması ise, hissenin piyasadan daha az riskli olduğunu göstermektedir ve piyasaya oranla daha az değişkenlik gösterdiği anlamına gelmektedir (Black vd, 1998: 31).

Sistematik risk, şirketin hisselerinin beta katsayısı olarak ifade edilmektedir. Beta katsayısı 1'den ne kadar büyük ise şirketin beklenen getirisi de o kadar büyümektedir ve bu tür şirketler öncü şirket olarak tanımlanmaktadır. Beta katsayısının 1'den küçük olması ise beklenen getirinin düşük olması anlamına gelmektedir ve bu tür şirketler takipçi şirket olarak tanımlanmaktadır (Öztürk, 2015:193).

Risk ile kazanç arasındaki bağlantıda olduğu gibi risk arttıkça olası kazanç da artmaktadır. Beta katsayısı birden düşük olan bir hisse için riskin, piyasa riskine kıyasla daha az olduğunu söylerken aynı zamanda olası kazancın da piyasa kazancından daha az olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Koruyucu yatırımlar açısından beta katsayısının birden düşük olması gerekmektedir.

Beta katsayısı geçmiş veriler ile hesaplanmaktadır ve hissenin gelecekte nasıl hareket edeceğinin tahmin edilmesi amaçlanmaktadır. Verilerin geçmiş dönem verileri olması sebebiyle iyi bir analiz için uzun vadeli bir veri analizinin daha sağlıklı sonuçlar vermesi beklenmektedir. Bu konuda dikkat edilmesi gereken bazı faktörler söz konusudur. Bir hissenin geçmiş dönemde çok fazla alınıp satılmaması veya işletmenin geçmiş döneminde yeniden yapılanma gibi işletme yapısını değiştirecek olayların gerçekleşme ihtimali dikkate alınmalıdır. Bu tür durumlarda, bir değerlendirme yapılarak, daha kısa bir zaman diliminin ele alınması ve beta katsayısının bu zaman dilimine ait veriler ile hesaplanması daha faydalı olabilmektedir (Black vd, 1998: 31-32).

Yatırımcılar açısından saldırgan ve savunmacı olarak nitelendirilen hisse senetleri bulunmaktadır. Bu ayrımın özü, hisse senetlerinin beta değerlerine dayanmaktadır. Saldırgan diye nitelendirilen bir hisse senedi, piyasanın yukarı yönlü bir seyir izlemesi halinde avantaj yaratırken, aşağı yönlü bir harekette savunmacı

hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcı avantajlı olacaktır. Betası birden büyük olan hisse senedi saldırgan, birden düşük olan hisse senedi ise savunmacı olarak adlandırılmaktadır. Pazarda işlem gören bütün hisse senetlerinin ortalama betası 1 olmaktadır (Brealey, 2001: 265).

Beta katsayısının belirlenmesi aşamasında en dikkat çekici sorun, hisse senedi fiyatlarının her dakikada değişmesidir. Hesaplama için kullanılan zaman çerçevesine bağlı olarak, beta katsayısı değişkenlik gösterebilmektedir (Mun, 2002: 62).

Halka açık şirketlerde hisse senedi verilerinin olması ve piyasa getirisi ile karşılaştırılabilir verilere sahip olunması beta katsayısının hesaplanmasında kullanılabilirken, halka açık olmayan işletmeler için bu veriler mümkün olmamaktadır. Şirket bir piyasada işlem görmediği için piyasa getirisi ile karşılaştırılacak bir verisi bulunmamaktadır.

Halka açık olmayan şirketlerin betaları, muhasebe betaları, temel verilerden hareket edilerek bulunan temel betalar ve karşılaştırılabilir benzer şirket betaları yollarıyla bulunmaktadır (Karlı, 2006: 124).

Muhasebe betaları

Yöntemde şirket kazançları ile hisse senedi endeksleri arasında ilişki ele alınmaktadır. İki veri arasındaki regresyon ilişkisi beta tahmini için kullanılmaktadır (Damodaran, 2002: 203).

Yöntemde şirketin kazancında meydana gelen değişim yüzdesi ile piyasanın getirisi arasındaki ilişki ele alınmaktadır. Şirket kazancı olarak hangi değerin alındığı oldukça önemlidir. Faaliyet kârının alınması faiz ödemelerini barındırmamaktadır, fakat net kâr şirket kazancı olarak ele alınırsa faiz ödemeleri de dikkate alınmış olmaktadır.

Muhasebeyle ilgili verilerin düzenlenmesinde yaşanan sıkıntılar ve güncelliğinin sorunlu olması ile birlikte, yöntemin kullanılması sırasında kullanılacak

verilerin azlığı betanın sağlıklı olmamasına neden olabilmektedir. Bunun temel nedeni ise şirketlerin belirli aralıklar ile bilanço düzenlemeleridir.

Temel verilerden hareketle beta katsayılarının tahmin edilmesi

Yöntemin esası, halka açık şirketlerin betaları ile birçok değişken arasında çoklu regresyon kullanılarak bulunan ilişkinin, halka açık olmayan şirket betası ile şirket değişkenlerinin ilişkisine benzeyeceği görüşüne dayanmaktadır. Değişkenler konusunda, farklı değişkenlerle ve farklı sayılardaki değişkenlerle ilgili çeşitli araştırmalar bulunmaktadır. Yöntem temel verileri kullanması sebebiyle, tarihi verilerin şirkette gerçekleşen değişimlere geç tepki vermesi dezavantajını taşımamaktadır (Karlı, 2006: 125-127).

Karşılaştırılabilir, benzer şirket betaları yoluyla beta katsayısı tahmini

Halka açık olmayan şirket beta katsayısının bulunabilmesi için aynı sektörde benzer risklere sahip şirketlerin beta katsayıları ile kıyaslanma yapılmaktadır.

Yöntemde halka açık olmayan şirketin beta katsayısının belirlenmesinde şu aşamalar izlenmektedir (Karlı, 2006: 130);

1. Halka açık olmayan şirketle, aynı sektörde ve benzer ekonomik risklere sahip şirketler belirlenmektedir.
2. Belirlenen şirketlerin beta katsayıları hesaplanmakta ve bu katsayıların ortalaması alınmaktadır. Bulunan ortalama, şirketlerin kaldıraçlı betalarını yansıtmaktadır.
3. Belirlenen şirketlerin borç/özkaynak oranları hesaplanarak sektöre ait sermaye yapısı belirlenmekte ve aşağıdaki formül yardımıyla kaldıraçsız beta hesaplanmaktadır.

$\beta L = \beta u\ (1 + (1\text{-}t) \times (D/E))$

4. Beta katsayısı bulunmak istenen, halka açık olmayan şirketin sermaye yapısı belirlenmektedir.

5. Benzer şirketler için hesaplanan kaldıraçsız beta ve halka açık olmayan şirketin borç/özkaynak oranı üçüncü aşamada verilen formülde yerine konularak halka açık olmayan şirketin beta katsayısı hesaplanmaktadır.

3.3.3.4. Risksiz Getiri Oranı

Risksiz oldukları düşünülen ABD hazine tahvillerinin ve Türkiye'de de hazine tahvillerinin getiri oranı ile ölçülen risksiz getiri oranı, zaman içerisinde değişim göstermektedir ve üç ana unsundan oluşmaktadır (Okka, 2013: 427):

- Beklenen enflasyon oranı
- Ekonomide fonların arz ve talep durumları
- Beklenen reel, gerçek getiri oranı

Enflasyon oranının artması, paranın satın alma gücünün azalması anlamına geleceğinden yatırımcılar, yatırımlarından daha yüksek oranlı bir getiri istemektedir. Benzer şekilde cari faiz oranı üzerinden yatırım için talep edilen fonlar, arz edilenlerden daha yüksek gerçekleşmesi, yatırımcıların daha yüksek getiri oranları talep etmesine yol açmaktadır. Bunun sonucu olarak ekonomi daha yüksek bir faiz oranı seviyesinde dengeye gelmektedir. Türkiye'de gösterge olarak tahvilin birleşik faiz oranı, risksiz faiz oranı olarak kabul edilmektedir (Öztürk, 2015: 192).

3.4. TERMİNAL DEĞERİN (DEVAM EDEN DEĞER) BULUNMASI

Finansal çevreler tarafından kullanılan birçok değerleme yöntemi ile ilgili en büyük sorunlardan biri de terminal değer veya artık değer olarak da adlandırılan devam eden değerin hesaplanmasıdır. Devam eden değer kavramı, indirgenmiş nakit akımları, piyasa katma değeri gibi birçok değerleme yönteminde kullanılmaktadır. İşletmenin belirlenen değerinin büyük bir bölümünü devam eden değer oluşturmaktadır. (Reis ve Augusto, 2013: 1622)

Şirketin tahmin döneminden sonra geriye kalan mevcut varlıklarının değeri, şirket değerlemesinde dikkate alınmamaktadır. Bu nedenle şirketin toplam değerini tahmin etmek için, değerlemeye dâhil edilen yıllardan sonra devam eden gelecek

yılların, bugünkü değerini de hesaplamak gerekmektedir. (Sarıaslan ve Erol, 2014: 359). Belirtilen tahmini süre sonrasında gerçekleşen nakit akımlarının bugünkü değeri, devam eden değer olarak ifade edilmektedir. Değerleme yapılan şirketin operasyonlarının sürekli olduğu varsayımı ile birlikte devam eden değer, işletme nakit akışlarının tahmin edilen büyüme hızına, dönem için öngörülen yatırım ihtiyaçlarına ve sermaye maliyetine dayanmaktadır (Antonio, 2013: 79)

Sonsuza kadar giden nakit akımlarının hesaplanmasının mümkün olmaması sebebiyle işletmeler, genellikle 10 veya 15 yıl arasında bir nakit akım hesaplanmakla birlikte işletmenin bu sürecin sonunda sabit bir büyüme ile devam edeceği varsayılarak hareket edilmektedir. Burada önemli noktalardan biri de terminal değer hesaplanırken kullanılacak büyüme oranıdır. Belirlenecek büyüme oranının, ülke ekonomisinden büyük olmaması gerekmektedir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 12).

$$\text{Terminal Değer} = \text{Nakit Akımları} * \frac{1 + Büyüme\ Oranı}{\text{AOSM} - \text{Büyüme Oranı}}$$

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞME SÜRECİNDE ŞİRKETLERİN DEĞERLEMESİNE YÖNELİK UYGULAMA

4.1. ŞİRKETLER HAKKINDA GENEL BİLGİLENDİRME

Birleşmeye konu olan şirketler gıda sektöründe yer almaktadır. Yapısı itibari ile aynı sektörde ve aynı ürünleri üreten şirketlerin gerçekleşen birleşmesi yatay birleşmeye bir örnektir. Birleşme sürecinde satın alan işletme edinen, satın alınan işletme ise edinilen işletme olarak isimlendirilmiştir.

Edinen işletme halka açık bir işletme olarak borsada işlem görmektedir. Edinilen işletme ise halka açık değildir. Şirketlerin seçiminde verilere ulaşılabilirlik ve birleşme sürecini etkileyen başka bir birleşmenin olmamasına dikkat edilmiş ve bu kriterlere göre iki işletme seçilmiştir. İki işletmede aynı bölgede yer almaktadır.

Uygulama birleşme öncesi ve sonrası durumu ortaya koyarak birleşmenin finansal açıdan başarı durumunu araştırmaktadır. Bu sebeple değerleme yöntemleri arasında en yaygın yöntemlerden biri olarak uygulanan şirkete serbest nakit akım yöntemi seçilmiştir. Yaygın kullanımının yanı sıra özellikle gelecek dönemlerde yaratılacak nakit akışlarının yöntemin özünü oluşturması ve bazı beklentiler ile birlikte değerlemenin şekillenmesi sebebiyle satın alan şirketin beklentilerinin belirlenebilmesi açısından da şirkete serbest nakit akım yöntemi seçilmiştir.

Şirkete serbest nakit akım yönteminin uygulanması sırasında bazı varsayımlar kullanılmaktadır. Çalışmada varsayımlar çeşitli belirsizlikler sebebiyle şirketlerin geçmiş verileri, sektörün durumu, ekonomik göstergeler ve benzer şirketler de dikkate alınarak yapılmıştır. Bu varsayımlar, değerlemeyi yapan kişilere göre farklılıklar gösterebilmektedir. Uygulama sırasında yapılan varsayımlar ve sebepleri

belirtilmiş ve yöntem bu varsayımlar kapsamında uygulanarak sonuçlar elde edilmiştir.

4.2. NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI

Nakit akımlarının belirlenmesi, yöntemin uygulanması açısından en önemli aşamadır. Gelecek dönemlere ait nakit akımlarının belirlenebilmesi için, şirketlerin geçmiş verileri ele alınarak şirketin durumu saptanmaya çalışılmıştır. Yapılan analizler sonucunda satışlara bağlı büyüme oranları, giderlerinin değişimi ve nakit çıkışı yaratmayan ve yaratan unsurların durumları incelenmiştir.

Gelecek dönemlerde oluşacak nakit akımları; geçmiş verilerin analizi ile birlikte, çevresel koşullar dikkate alınarak bazı varsayımlar ile tahmin edilmiştir. Öncelikle şirketlerin büyüme oranları tahmin edilmiş ve sonrasında belirlenen büyüme oranları ile gelecek dönem satışları belirlenmiştir.

Şirketin maliyet yapısının incelenmesi sonucunda elde edilen bilgiler ile satış maliyetleri ve faaliyet giderleri, tahmini satış tutarları ile oranlanarak satışlara bağlı gelecek dönem giderleri tahmin edilmiştir. Giderlerin tahmin edilmesi ile birlikte faaliyet kârı hesaplanmıştır.

İşletmeler açısından nakit akımlarının hesaplanmasında dikkat edilmesi gereken sermaye harcamaları, amortisman giderleri ve işletme sermayesinde meydana gelen değişimler işletmenin geçmiş verileri ve sektör analizleri ele alınarak tahmin edilmiştir.

Vergi sonrası faaliyet kârına amortisman giderlerinin eklenmesi ve vergi sonrası faaliyet kârından sermaye harcamaları ile işletme sermaye değişim kalemlerinin çıkarılması ile gelecek dönemlere ait şirkete serbest nakit akımları belirlenmiştir.

4.2.1. Büyümenin Tahmin Edilmesi

Sektörün potansiyeli, Türkiye'nin ve dünyanın ekonomik durumu ve şirketlerin geçmiş dönemlere ait verileri göz önüne alınarak, işletmelerde beklenilen büyümeler ve bu büyümelerin sonucunda gelecek döneme ait satış rakamları tahmin edilmeye çalışılmıştır.

Dünya ekonomisi 2012 yılında %3,5 2013 yılında ise %3,2 oranında büyüme göstermiştir. 2014 yılı için tahmin edilen büyüme oranı ise %3,2 ve %3,3 civarındadır. Türkiye ekonomisi ise 2012 yılında % 2,6 2013 yılında ise %4,1 oranında büyüme göstermiştir ve 2014 yılı için Türkiye ekonomisini büyüme beklentisi %3,3 civarındadır.

Dünya ve Türkiye ekonomisinde gerçekleşen büyüme rakamları ile sektörde seçilen şirketlerin büyüme rakamları karşılaştırılarak ilişki incelenmiştir. Sektörde faaliyet gösteren şirketler 2012 yılında %8 ile %15 aralığında bir büyüme sağlamıştır. Aynı şekilde 2013 yılı verileri incelendiğinde %11 ile %17 aralığında bir büyüme göze çarpmaktadır.

Sektörde yer alan işletmelerin büyüme oranı 2012 yılı için ortalama olarak %11, 2013 yılı için ortalama olarak %12 olduğu belirlenmiştir. Sektörün büyüme oranları Türkiye ve dünya ekonomisinin büyüme oranlarından oldukça yüksektir. Bunun sebebi olarak gıda sektörünün yapısı gereği değişimlerden çok fazla etkilenmemesi gösterilebilmektedir.

Sektörün ortalama büyüme oranlarını ve şirketlerin geçmiş verileri temelinde gelişimini dikkate alınarak büyüme oranları tahmin edilmiştir.

4.2.1.1. Edinen İşletme Büyüme Tahminleri

Edinen işletme verileri ele alındığında, şirketin ele alınan dönemler içerisinde, ilk yıllarda satışlarını hemen hemen iki katına çıkardığı görülmektedir. Birleşmeye konu olan şirketlerin uzun soluklu bir geçmişleri olmaması sebebiyle satış

hacmindeki değişiklikler oransal olarak nispeten daha büyük farklara sebep olmaktadır.

Şirket 2010 da elde ettiği satış rakamlarını 2011 yılında iki katına çıkardıktan sonra takip eden yıllarda belli bir düzeyde arttırmaya devam etmiştir. Birleşme öncesi %25,3 ve %15'lik büyümeler gerçekleştiren şirketin faaliyet raporları, bulunduğu sektördeki konumu ve sektörün durumu göz önüne alınarak büyüme tahminleri yapılmıştır.

Edinilen işletme için öngörülen büyümenin takip eden ilk yıl %15 olarak büyüyeceği ve daha sonra bu büyümenin azalarak devam edeceği varsayılmıştır. Şirket büyüdükçe, büyüme oranının düşeceği ve sektörün ortalamasına yaklaşacağı varsayılmıştır. Edinen işletmeye ait büyüme varsayımları Tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4: Edinen işletmenin Tahmini Büyüme Oranları

2014	**0,150**
2015	0,150
2016	0,150
2017	0,150
2018	0,140
2019	0,140
2020	0,130
2021	0,130
2022	0,120
2023	0,120

4.2.1.2. Edinilen İşletme Büyüme Tahminleri

Edinilen işletmenin edinen işletmede olduğu gibi veri geçmişinin az olması sebebiyle ilk yıllarında satışlarındaki büyüme %227 lere ve %264lere kadar artmaktadır. Burada şirketin sermayesini arttırmasının ve yatırım yapmasının satışları arttırdığı gözlemlenmektedir. Üretim kapasitesini arttıran işletmenin satış rakamları

da oransal olarak yüksek büyüme göstermektedir. İşletme son yılında %20 lik bir büyüme gösterse de sektördeki konumu ve kârlılığı ile birleşme öncesi dönemsel satış rakamları büyümenin azalarak devam edeceği varsayımına neden olmaktadır.

Şirketin ve sektörün büyüme potansiyelleri göz önüne alındığında edinen işletmeye yakın bir büyümenin, edinilen şirket için de uygun olacağı saptanmıştır ve büyüme tahminleri Tablo 5'de gösterildiği gibi oluşmuştur.

Tablo 5: Edinilen işletmenin Tahmini Büyüme Oranları

2014	**0,160**
2015	0,160
2016	0,160
2017	0,150
2018	0,150
2019	0,140
2020	0,140
2021	0,130
2022	0,120
2023	0,120

4.2.1.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Büyüme Tahminleri

Birleşme sonrasında iki şirket bir araya gelerek daha büyük bir şirket oluşmaktadır. Satış tutarlarının artması ve şirketin büyümesi sonucunda büyüme oranlarının birleşme öncesi işletmelerden daha düşük olacağı varsayılmıştır.

Birleşme sonrası veriler incelendiğinde de büyüme oranının % 10lar ve %12ler civarında seyrettiği gözlemlenmiştir. Şirketin büyümesi ve olgunlaşması büyüme oranının daha düşük bir hızla devam edeceğini göstermektedir.

Sektörün büyüme kapasitesi ve ekonomik beklentiler göz önüne alındığında birleşme sonrası işletmenin büyüme hızının son yıl büyümesi ile aynı olarak %12

oranında seyredeceği ve azalarak bu oranın devam edeceği öngörülerek yapılan büyüme oranı varsayımları Tablo 6'da verilmiştir

Tablo 6: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Büyüme Oranları

2017	**0,110**
2018	0,110
2019	0,100
2020	0,100
2021	0,100
2022	0,090
2023	0,090
2024	0,090
2025	0,080
2026	0,080

4.2.2. Satışların Tahmin Edilmesi

Belirlenen büyüme oranları dikkate alınarak şirketlerin gelecek dönemlere ait satış tahminleri, geçmiş yıl satışları ile büyüme oranlarının çarpılması sonucunda belirlenmiştir.

4.2.2.1. Edinen İşletmenin Satış Tahminleri

Edinen işletmenin son dönemine ait satış tutarı 35,253,749 TL olarak gerçekleşmiştir. Belirlenen büyüme oranları ile yapılan hesaplamalar sonucunda edinen şirketin gelecek on yıllık satış tahminleri Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: Edinen İşletmenin Tahmini Satış Tutarları

Yıl	Tahmini Satışlar
2014	40.541.811,35 ₺
2015	46.623.083,05 ₺
2016	53.616.545,51 ₺
2017	61.659.027,34 ₺
2018	70.291.291,16 ₺
2019	80.132.071,93 ₺
2020	90.549.241,28 ₺
2021	102.320.642,64 ₺
2022	114.599.119,76 ₺
2023	128.386.590,27 ₺

4.2.2.2. Edinilen İşletmenin Satış Tahminleri

Belirlenen büyüme oranları ile yapılan hesaplamalar sonucunda edinilen şirketin gelecek on yıllık satış tahminleri Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Edinilen İşletmenin Tahmini Satış Tutarları

Yıl	Tahmini Satışlar
2014	10.468.123,50 ₺
2015	12.143.023,26 ₺
2016	14.085.906,98 ₺
2017	16.198.793,03 ₺
2018	18.628.611,99 ₺
2019	21.236.617,66 ₺
2020	24.209.744,14 ₺
2021	27.357.010,87 ₺
2022	30.639.852,18 ₺
2023	34.316.634,44 ₺

4.2.2.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Satış Tahminleri

Belirlenen büyüme oranları ile yapılan hesaplamalar sonucunda birleşme sonrası oluşan şirketin gelecek on yıllık satış tahminleri Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Satış Tutarları

Yıl	Tahmini Satışlar
2014	113.602.129,71 ₺
2015	126.098.363,98 ₺
2016	138.708.200,38 ₺
2017	152.579.020,41 ₺
2018	167.836.922,45 ₺
2019	182.942.245,48 ₺
2020	199.407.047,57 ₺
2021	217.353.681,85 ₺
2022	234.741.976,40 ₺
2013	253.521.334,51 ₺

4.2.3. Giderlerin Tahmin Edilmesi

Giderlerin tahmin edilebilmesi için işletmelerin geçmiş verilerine bakılmıştır. Geçmiş yıllara ait veriler analiz edilirken satışların maliyetleri, genel yönetim giderleri ve pazarlama satış dağıtım giderleri incelenmiştir.

4.2.3.1. Edinen İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi

Edinen işletmenin geçmiş dönemlere ait gelir tabloları incelendiğinde, 2010 yılında % 83'lerde gerçekleşen STMM/ Satışlar oranının 2011 yılında %72'ye kadar düştüğü ve yıllar itibari ile artarak %81'e yükseldiği görülmektedir. Pazarlama satış dağıtım giderleri ortalama bir aralıkta devam ederken, genel yönetim giderlerinde 2013 yılında yaşanan ani bir artış dışında belirli bir aralıkta seyretmektedir. 4 yıllık veriler dikkate alınarak yapılan araştırmada bulunan oranların aritmetik ortalamaları alınarak genel yönetim giderleri, pazarlama satış dağıtım giderleri ve satışların maliyeti kalemlerinin satışlar ile ilişkisi tahmin edilmiştir. Bu tahminler sonucunda ortaya çıkan ortalama yüzdeler şöyledir;

Satışların Maliyeti, satışların %78,45 ini
Pazarlama satış dağıtım giderleri satışların %2,47 sini
Genel Yönetim giderleri satışların %8,38 ini oluşturmaktadır.

Bu bilgiler sonucunda, oranların tahmini satış tutarlarına uygulanması ile edinen işletmenin tahmini giderleri Tablo 10' da gösterilmiştir.

Tablo 10: Edinen İşletmenin Tahmini Giderleri

Yıl	Satışların Maliyeti	Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	Genel Yönetim Giderleri
2014	31.805.051,00 ₺	1,001,382.74 ₺	3.397.403,79 ₺
2015	36.575.808,65 ₺	1,151,590.15 ₺	3.907.014,36 ₺
2016	42.062.179,95 ₺	1,324,328.67 ₺	4.493.066,51 ₺
2017	48.371.506,95 ₺	1,522,977.98 ₺	5.167.026,49 ₺
2018	55.143.517,92 ₺	1,736,194.89 ₺	5.890.410,20 ₺
2019	62.863.610,43 ₺	1,979,262.18 ₺	6.715.067,63 ₺
2020	71.035.879,78 ₺	2,236,566.26 ₺	7.588.026,42 ₺
2021	80.270.544,15 ₺	2,527,319.87 ₺	8.574.469,85 ₺
2022	89.903.009,45 ₺	2,830,598.26 ₺	9.603.406,24 ₺
2023	100.719.280,07 ₺	3,171,148.78 ₺	10.758.796,26 ₺

4.2.3.2. Edinilen İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi

Edinilen işletmenin geçmiş dönemlere ait gelir tabloları incelendiğinde, 2010 yılında % 77'lerde gerçekleşen STMM/ Satışlar oranının 2011 yılı ve sonrasında %90 civarında seyretmektedir. Pazarlama satış dağıtım giderleri ve genel yönetim giderleri ise yaklaşık %4-5 civarında ortalama bir aralıkta seyretmektedir. 4 yıllık veriler dikkate alınarak yapılan araştırmada bulunan oranların aritmetik ortalamaları alınarak genel yönetim giderleri, pazarlama satış dağıtım giderleri ve satışların maliyeti kalemlerinin satışlar ile ilişkisi tahmin edilmiştir. Bu tahminler sonucunda ortaya çıkan ortalama yüzdeler şöyledir;

Satışların maliyeti, satışların %85,6 sını
Pazarlama satış dağıtım giderleri, satışların %1,32 sini
Genel yönetim giderleri, satışların % 3,4 ünü oluşturmaktadır.

Bu bilgiler sonucunda, oranların tahmini satış tutarlarına uygulanması ile edinen işletmenin tahmini giderleri Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Edinilen İşletmenin Tahmini Giderleri

Yıl	Satışların Maliyeti	Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	Genel Yönetim Giderleri
2014	9,061,463.27 ₺	138.179,23 ₺	355.916,20 ₺
2015	10,511,297.39 ₺	160.287,91 ₺	412.862,79 ₺
2016	12,193,104.97 ₺	185.933,97 ₺	478.920,84 ₺
2017	14,022,070.72 ₺	213.824,07 ₺	550.758,96 ₺
2018	16,125,381.33 ₺	245.897,68 ₺	633.372,81 ₺
2019	18,382,934.71 ₺	280.323,35 ₺	722.045,00 ₺
2020	20,956,545.58 ₺	319.568,62 ₺	823.131,30 ₺
2021	23,680,896.50 ₺	361.112,54 ₺	930.138,37 ₺
2022	26,522,604.08 ₺	404.446,05 ₺	1.041.754,97 ₺
2023	29,705,316.57 ₺	452.979,57 ₺	1.166.765,57 ₺

4.2.3.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Giderlerinin Tahmin Edilmesi

Birleşme sonrası geçmiş dönemlere ait gelir tabloları incelendiğinde, 2014 yılında % 87'lerde gerçekleşen STMM/ Satışlar oranının 2015 yılında %80'e kadar düştüğü ve 2016 yılında %83 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Pazarlama satış dağıtım giderleri ortalama %3-4 aralığında genel yönetim giderleri de ortalama %4,5-6 aralığında seyretmektedir. 3 yıllık veriler dikkate alınarak yapılan araştırmada bulunan oranların aritmetik ortalamaları alınarak genel yönetim giderleri, pazarlama satış dağıtım giderleri ve satışların maliyeti kalemlerinin satışlar ile ilişkisi tahmin edilmiştir. Bu tahminler sonucunda ortaya çıkan ortalama yüzdeler şöyledir;

Satışların maliyeti, satışların %83,1 ini
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri, satışların %3,89 unu
Genel Yönetim giderleri, satışların %5,51 ini oluşturmaktadır

Bu bilgiler sonucunda, oranların tahmini satış tutarlarına uygulanması ile edinen işletmenin tahmini giderleri Tablo 12'de gösterilmiştir.

Tablo 12: Birleşme Sonrası İşletmenin Tahmini Giderleri

Yıl	Satışların Maliyeti	Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	Genel Yönetim Giderleri
2017	94,385,940.39 ₺	4,421,013.35 ₺	6,259,676.10 ₺
2018	104,768,393.83 ₺	4,907,324.82 ₺	6,948,240.48 ₺
2019	115,245,233.21 ₺	5,398,057.30 ₺	7,643,064.52 ₺
2020	126,769,756.54 ₺	5,937,863.03 ₺	8,407,370.98 ₺
2021	139,446,732.19 ₺	6,531,649.33 ₺	9,248,108.07 ₺
2022	151,996,938.09 ₺	7,119,497.77 ₺	10,080,437.80 ₺
2023	165,676,662.51 ₺	7,760,252.57 ₺	10,987,677.20 ₺
2024	180,587,562.14 ₺	8,458,675.30 ₺	11,976,568.15 ₺
2025	195,034,567.11 ₺	9,135,369.33 ₺	12,934,693.60 ₺
2026	210,637,332.48 ₺	9,866,198.87 ₺	13,969,469.09 ₺

4.2.4. Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması

Nakit akımlarının bugünkü değerlerinin bulunması aşamasında, işletmeye ait amortisman giderleri para çıkışı yaratmayan bir gider kalemi olduğu için nakit akımlarının hesaplanmasında esas faaliyet kârına eklenmektedir. İşletme sermayesinde pozitif bir değişim ve sermaye harcamaları ise işletme açısından bir nakit çıkışı niteliği taşıması sebebiyle esas faaliyet karından çıkarılmaktadır.

İşletmenin amortisman tutarları ile duran varlıklara yapılan sermaye harcamaları birbiri ile ilişkili iki unsurdur. Yapılacak sermaye harcamaları amortisman tutarını arttırmaktadır. Bu nedenle önce işletmelerin sermaye harcamaları ve yatırımları incelenmiştir. Sermaye harcamalarının belirlenmesi ile birlikte, gelecekte oluşacak duran varlık tutarları hesaplanmış, işletmelerin amortisman politikaları, geçmiş veriler ele alınarak amortisman oranı belirlenmiştir.

İşletme sermayesini oluşturan unsurların, satışlar ile bağlantılı olması sebebiyle işletmenin, işletme sermayesi politikaları ve sektörün işletme sermayesi dikkate alınarak, belirlenen büyüme oranları sonucu beklenen satış tahminleri ile uyumlu net işletme sermayeleri belirlenmiştir. Her yılın net işletme sermayesinin tahmin edilmesi ile birlikte, yıllara göre net işletme sermayesi değişimleri elde edilmiştir.

4.2.4.1. Edinen İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması

Edinen işletmenin bilançoları ve gelir tabloları ele alınarak yapılan incelemeler sonucunda duran varlıkların her yıl yeniden değerleme veya satın alım sonucunda %5 oranına yakın olarak arttığı gözlemlenmiştir ve bu nedenle duran varlıkların her yıl % 5 büyüyeceği varsayılmıştır. Şirketin amortisman giderleri hesaplandığında, amortisman oranı yaklaşık olarak % 5 belirlenmiştir. İşletmenin duran varlıklarında her yıl %5 oranında bir büyüme gerçekleşeceği varsayılarak duran varlıkların gelecek yıllara ait değerleri hesaplanmış ve bulunan bu değerler ile %5'lik amortisman oranı belirlenerek amortisman tutarları hesaplanmıştır.

Net işletme sermayesi incelendiğinde, işletmenin net işletme sermayesinin satışlara oranı 1,15 civarında gerçekleşmektedir. Bu durum sektörün oldukça üstündedir. Sektör ortalaması yaklaşık olarak 0,61 civarındadır, sektörde özellikle işletmelerin satış hacimleri büyüdükçe net işletme sermayesinin satışlar içerisinde oranının düşük gerçekleştiği görülmüştür. Diğer şirketlere bakıldığında edinen işletmenin oranına yakın herhangi bir işletme bulunmamaktadır. İşletmenin, bilançosu incelendiğinde bu oranlarla devam etmesi mümkün görülmemektedir. Bu nedenle işletmenin zaman içerisinde sektöre yakın bir orana yaklaşacağı varsayılarak, net işletme sermayesinin satışlara oranı 10 yıl içerisinde kademeli olarak düşürülmüş ve edinen işletmenin net işletme sermayesi hesaplanmıştır.

Bu bilgiler ve varsayımlar sonucunda oluşacak amortisman gideri, gerçekleşecek sermaye harcamaları ve işletme sermayesi değişim tahminleri Tablo 13'de verilmiştir.

Tablo 13: Edinen İşletmenin Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi

	Amortisman	Sermaye Harcaması	İşletme Sermayesi Değişimi
2014	560.068,53	533.398,60	3,118,114.05
2015	588.071,96	560.068,53	4,662,308.31
2016	617.475,55	588.071,96	5,011,981.43
2017	648.349,33	617.475,55	5,361,654.55
2018	680.766,80	648.349,33	5,117,699.27
2019	714.805,14	680.766,80	5,342,138.13
2020	750.545,40	714.805,14	4,847,990.35
2021	788.072,67	750.545,40	4,889,659.03
2022	827.476,30	788.072,67	4,092,825.71
2023	868.850,11	827.476,30	3,921,273.37

4.2.4.2. Edinilen İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması

Edinen işletmenin bilançoları ve gelir tabloları ele alınarak yapılan incelemeler sonucunda duran varlıkların her yıl yeniden değerleme veya satın alım sonucunda %3 oranına yakın olarak arttığı gözlemlenmiştir. Bu nedenle duran varlıkların her yıl % 3 büyüyeceği varsayılmıştır. Şirketin amortisman giderleri hesaplandığında, amortisman oranı yaklaşık olarak % 5 belirlenmiştir. İşletmenin duran varlıklarında her yıl %3 oranında bir büyüme gerçekleşeceği varsayılarak duran varlıkların gelecek yıllara ait değerleri hesaplanmış ve bulunan bu değerler ile %5'lik amortisman oranı hesaplanarak amortisman tutarları hesaplanmıştır.

Edinen işletmenin net işletme sermayesi incelendiğinde, işletmenin net işletme sermayesinde meydana gelen artışın satışlara oranla düşük kaldığı görülmektedir. Satışlarda meydana gelen ani ve yüksek artış oranı, yapılan yatırımlar dikkate alındığında geçmiş verilerin dikkate alınması, farklı etkenler sebebiyle hatalı sonuçlar verebilecek niteliktedir. Bu nedenle, şirketin net işletme sermayesinde meydana gelen artış tutarı ve sektörde yer alan ve işletmeye benzerlik gösteren şirketlerin net işletme sermayeleri ile yatırım ve artışlardan etkilenmeyen dönemler dikkate alınarak, işletmenin net işletme sermayesinin satışlara oranı belirlenmiş ve işletmenin gelecek yıllarda ortaya çıkacak net işletme sermayesi tutarları hesaplanmıştır.

Bu bilgiler ve varsayımlar sonucunda oluşacak amortisman gideri, gerçekleşecek sermaye harcamaları ve işletme sermayesi değişim tahminleri Tablo 14'de verilmiştir.

Tablo 14: Edinilen İşletmenin Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi

	Amortisman	Sermaye Harcaması	İşletme Sermayesi Değişimi
2014	388.250,62	226.165,41	505.357,69
2015	399.898,14	232.950,37	586.214,92
2016	411.895,08	239.938,88	680.009,30
2017	424.251,94	247.137,05	739.510,12
2018	436.979,49	254.551,16	850.436,63
2019	450.088,88	262.187,70	912.801,99
2020	463.591,55	270.053,33	1.040.594,27
2021	477.499,29	278.154,93	1.101.543,36
2022	491.824,27	286.499,57	1.148.994,46
2023	506.579,00	295.094,56	1.286.873,79

4.2.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Amortisman Giderlerinin, Sermaye Harcamaları ve İşletme Sermayesinin Bulunması

Birleşme sonrası işletmenin incelenen bilançoları ve gelir tabloları sonucunda duran varlıkların her yıl %3 oranına yakın arttığı gözlemlenmiştir ve bu nedenle duran varlıkların her yıl % 3 büyüyeceği varsayılmıştır. Şirketin amortisman giderleri hesaplandığında ise amortisman oranı yaklaşık olarak % 5 civarında seyretmektedir. İşletmenin duran varlıklarında her yıl %3 oranında bir büyüme gerçekleşeceği varsayılarak duran varlıkların gelecek yıllara ait değerleri hesaplanmış ve bulunan bu değerler ile %5'lik amortisman oranı hesaplanarak amortisman tutarları hesaplanmıştır.

Birleşme sonrası oluşan işletmenin hesaplanan net işletme sermayeleri satışlara oranlandığında, elde edilen oranlar tutarlı ve son derece yakın sonuçlar vermektedir ve bir dalgalanma söz konusu değildir. Bununla birlikte sektör ile de uyumlu bir durum sergilemektedir. Bu nedenle işletmenin aynı oranla devam edeceği varsayılarak net işletme sermayesi tahminleri belirlenmiştir.

Bu bilgiler ve varsayımlar sonucunda oluşacak amortisman gideri, gerçekleşecek sermaye harcamaları ve işletme sermayesi değişim tahminleri Tablo 15'de verilmiştir.

Tablo 15: Birleşme Sonrası Tahmini Amortisman Gideri ve İşletme Sermayesi Değişimi

	Amortisman	Sermaye Harcaması	İşletme Sermayesi Değişimi
2017	1.043.824,97 ₺	608.053,38 ₺	2.623.427,37 ₺
2018	1.075.139,72 ₺	626.294,98 ₺	2.885.770,11 ₺
2019	1.107.393,91 ₺	645.083,83 ₺	3.174.347,12 ₺
2020	1.140.615,73 ₺	664.436,35 ₺	3.491.781,83 ₺
2021	1.174.834,20 ₺	684.369,44 ₺	3.840.960,01 ₺
2022	1.210.079,22 ₺	704.900,52 ₺	4.225.056,01 ₺
2023	1.246.381,60 ₺	726.047,53 ₺	4.647.561,61 ₺
2024	1.283.773,05 ₺	747.828,96 ₺	4.089.854,22 ₺
2025	1.322.286,24 ₺	770.263,83 ₺	4.417.042,56 ₺
2026	1.361.954,83 ₺	793.371,74 ₺	4.770.405,96 ₺

4.3. AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİNİN BULUNMASI

Yöntemin en önemli noktalarından biri olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenebilmesi için değerleme yapılacak şirketlerde belirlenen veriler şunlardır;

- Vergi oranı
- Kaldıraç Oranı
- Borçlanma maliyeti
- Öz sermaye maliyeti

Yukarıda belirtilen verilerin belirlenmesi aşamasında ülke risk primi, vergi oranı ve risksiz faiz primi birleşme tarihi ele alınarak birleşme tarihindeki bilgiler ile hesaplanmış ve yapılan tüm değerlemelerde bu oranlar kullanılmıştır.

Değerleme yapılırken belirtilen oranların ortak kullanılmasının temel nedeni birleşme öncesi ve sonrası yapılacak değerlemelerde şirket dışında kalan faktörlerin devredışı bırakılarak sadece şirket verilerinin etkilerinin görülmesinin araştırılmasıdır. Ülke risk priminin değişmesi aynı işletme için farklı sonuçların

ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Ülke risk priminin artması şirketin değerini düşük göstermektedir. Ülke risk priminin düşmesi de şirket değerini yüksek göstermektedir.

Birleşmenin şirket özünde başarılı olup olmadığının araştırılabilmesi açısında dış faktörler sabitlenmek istenmiş ve birleşme tarihinde gerçekleşen veriler alınarak değerlemeler yapılmıştır.

4.3.1. Sermaye Yapısı

İşletmelerin kaldıraç oranları son 3-4 yıllık kaldıraç oranları ele alınarak bir ortalama belirlenmesi ile bulunmuştur. Edinen ve edinilen şirketler için 2010 yılından 2013 yılına kadar geçen 4 yıl içerisinde gerçekleşen kaldıraç oranları ve birleşme sonrası şirket açısından 2014 yılından 2016 yılına kadar geçen 3 yıl içerisinde gerçekleşen kaldıraç oranları dikkate alınarak şirketler için kullanılacak kaldıraç oranları belirlenmiştir.

4.3.1.1. Edinen İşletmenin Sermaye Yapısı

Edinen işletmenin, 2010 yılı kaldıraç oranı 0,53, 2011 yılı kaldıraç oranı 0,33, 2012 yılı kaldıraç oranı 0,42 ve 2013 yılı kaldıraç oranı 0,50 olarak hesaplanmıştır. 4 yılın ortalaması alınarak yapılan hesaplamada şirketin kaldıraç oranı 0,45 olarak belirlenmiştir.

4.3.1.2. Edinilen İşletmenin Sermaye Yapısı

Edinilen işletmenin verileri şirketin bilançolarının yıllar itibari ile dengesizlik göstermesi ve kaldıraç oranları arasında derin farklılıklar olması sebebiyle ortalama almaya müsait değildir. Bu durum sebebiyle şirketin son yılları dikkate alındığında ve sektörün durumu kıyaslandığında, beta kat sayısı hesaplanırken belirlenen yabancı kaynak/öz kaynak oranı dikkate alınarak, edinilen şirket için kaldıraç oranının 0,41 olarak hedeflendiği varsayılmaktadır.

4.3.1.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Sermaye Yapısı

Birleşme sonrası işletme ele alındığında 2014 yılında kaldıraç oranı 0,58, 2015 yılında kaldıraç oranı 0,46, 2016 yılında kaldıraç oranı 0,35 olarak hesaplanmıştır. 2014 yılından itibaren 2016 yılına kadar ilerleyen süreçte, şirketin kaldıraç oranının her yıl düştüğü gözlemlenmektedir. Ayrıca2016 yılı içinde dalgalanmalar olduğu ve dönemsel olarak artış eğilimde olduğu gözlemlenmiştir. Şirket verileri ve şirket özellikleri göz önüne alınarak ortalama kaldıraç oranı 0,47 olarak hesaplanmıştır.

4.3.2. Vergi Oranı

Vergi oranı borç maliyetinin hesaplanması sırasında, dış borçlanma sürecinde faiz giderlerinin kurumlar vergisi matrahını azaltması sebebiyle vergi etkisinin arındırılması amacıyla kullanılmaktadır. Türkiye'de kurumlar vergisi, Kurumlar Vergisi Kanunu'nda 2013 yılı için %20 olarak belirtilmiştir. Değerleme yapılırken, değerleme yapılacak üç şirketin de Türkiye'de yer alması ve kurumlar vergisi kanununa tabi olması sebebiyle vergi oranı %20 olarak alınmıştır.

4.3.3. Borçlanma Maliyetleri

Değerlemeye konu işletmelerin, değerleme tarihinde kullandıkları yabancı kaynaklar için belirlenen faiz oranlarını veya almayı düşündükleri yabancı kaynakları hangi faiz oranından aldıklarını ve alabileceklerini bilebilmek için gerekli veriler uygulama sırasında sağlıklı olarak ulaşılabilecek veriler değildir. Aynı zamanda kendi işletmesini değerlemeyen, şirket adına bankalar tarafından sunulacak faiz oranından haberdar olmayan, işletmeler gibi bu bilgiye ulaşmak da oldukça zordur.

Bu durum sebebiyle literatürde şirketlerin derecelendirilmesi ve bu derecelendirme sonucunda katlanması gereken ek faiz ile birlikte oluşacak faiz tutarını gösteren tabloya göre hareket edilerek borçlanma maliyetleri hesaplanmıştır.

Tablo 16: Faiz Ödeme Gücüne Göre Dereceleme Tablosu

Faiz Ödeme Gücü	Dereceleme	Ek Faiz
> 12.5	AAA	0,20%
9.50 - 12.50	AA	0,50%
7.50 – 9.50	A+	0,80%
6.00 – 7.50	A	1,00%
4.50 – 6.00	A-	1,25%
3.50 – 4.50	BBB	1,50%
3.00 – 3.50	BB	2,00%
2.50 – 3.00	B+	2,50%
2.00 - 2.50	B	3,25%
1.50 – 2.00	B-	4,25%
1.25 – 1.50	CCC	5,00%
0.80 – 1.25	CC	6,00%
0.50 – 0.80	C	7,50%
< 0.65	D	10,00%

Her işletme için finansman karşılama gücü hesaplanarak Tablo 16'da hangi değerde yer aldığı bulunmuş ve bu değere karşılık gelen ek faiz oranı risksiz faiz primine eklenerek borçlanma maliyetleri bulunmuştur.

4.3.3.1. Edinen İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması

Edinen işletmenin finansal tabloları incelendiğinde finansman karşılama gücü 1,416 olarak gerçekleşmiştir. Geçmiş veriler göz önünde alındığında bu orana yakın tutarlar hesaplanmıştır. Tablo 16 ele alındığında şirketin derecesi CCC olarak değerlendirilmektedir. Bu değerleme sonucu işletmenin katlanması gereken ek faiz oranı %5 olarak belirlenmiştir. %9,47 olarak hesaplanan risksiz faiz primi ile %5 olarak hesaplanan ek faiz oranının toplanması sonucunda edinen işletmenin borçlanma maliyeti %14,47 olarak hesaplanmıştır.

4.3.3.2. Edinilen İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması

Edinilen işletmenin finansal tablolarının incelenmesi sonucunda işletmenin finansman giderlerinin oldukça az olması sebebiyle derecelendirme yapılırken

kullanılacak oran oldukça yüksek çıkmaktadır. Bu veriler göz önüne alındığında Tablo 16 verilerine göre şirketin derecelendirme sonucu AAA olarak çıkmaktadır.

Şirketin AAA ile derecelendirilmesi sonucunda katlanacağı ek faiz oranı %0,20 ile %9,47 olarak hesaplanan risksiz faiz priminin toplanması sonucunda borçlanma maliyeti %9,67 olarak hesaplanmıştır.

4.3.3.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Borçlanma Maliyetlerinin Bulunması

Birleşme gerçekleştikten sonra işletmenin performansı ve tabloları incelendiğinde birleşme sonrası işletmenin finansman karşılama gücü 2016 yılı itibari ile %1,59 olarak hesaplanmıştır. Birleşmeden sonraki ilk yıl 1,5 değerinin altında oluşan şirketin finansman karşılama gücü sonraki yıllarda %1,5 ile %2 arasında takip etmiştir.

Bu veriler ele alınarak Tablo 16'da karşılığı bakıldığında şirketin B- ile derecelendirildiği görülmektedir. İşletmenin B- derecelendirme notu ile birlikte katlanacağı ek faiz %4,25 olarak belirlenmiş ve %9,47 olarak bulunan risksiz faiz primi ile toplanması sonucunda işletmenin borç maliyeti %13,72 olarak hesaplanmıştır.

4.3.4. Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması

İşletmelerin öz sermaye maliyetlerinin bulunması aşamasında sermaye varlıkları fiyatlama modeli kullanılmıştır. Yöntem gereği İşletmelerin öz sermaye maliyetlerinin belirlenebilmesi için risksiz faiz primi, ülke risk primi ve beta katsayılarının bulunması gerekmektedir.

Risksiz faiz primi ve ülke risk primi her işletme için aynı değer olarak alınmaktadır fakat beta katsayıları her işletme için ayrı hesaplanmaktadır. Beta katsayısı şirkete özgü bir unsurdur, piyasa risk primi ve ülke risk primi ise işletmelerin bulundukları çevre ile ilgilidir ve işletmeler aynı ekonomik çevrede faaliyet gösterdiği için ortak unsur olarak kabul edilmiştir.

Zamansal farklılıkların oluşmaması ve karşılaştırılabilirliğin sağlanabilmesi açısından ortak veriler birleşme tarihi olan 2013 yılı verileri olarak alınmıştır.

4.3.4.1. Risksiz Faiz Primi

Risksiz faiz primi olarak çıkarılan hazine bonoları ve devlet tahvilleri incelenmiştir. Türkiye Merkez Bankası verileri incelenirken ihale ve ihraç tarihi olarak, değerlemenin yapılacağı tarih olan 2013 yılı dikkate alınmıştır.

2013 yılında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 64 adet ihale açmıştır. Değerleme yapılırken belirlenen nakit akışları dönemsel olarak 10 yıl olarak belirlendiği için yapılan ihaleler arasında vade tarihi 10 yıl olan dikkate alınmıştır. 2013 yılında ihaleye çıkan devlet tahvilleri arasında 17 ihalenin vade tarihi 10 yıldır. 17 ihalenin faiz oranları birbirinden farklılıklar göstermektedir. 2013 yılının ilk 10 yıl vadeli tahvil ihalesinin birleşik faiz oranı %7,21 iken ağustos ayında bileşik faiz oranı %9,24 olarak belirlenmiştir. En yüksek 10 yıl vadeli devlet tahvili bileşik faiz oranı Eylül ayında yapılan ihale ile %10,05 olarak belirlenmiştir.

Uygulamanın 2013 yılı sonunda yapılması ve güncel veri kullanılmak istenmesi sebebiyle en son 10 yıl vadeli devlet tahvil ihalesinin bileşik faiz oranı dikkate alınmıştır. Aralık ayında yapılan 10 yıl vadeli ihalenin yıllık ortalama bileşik faiz oranı %9,47 olarak belirlenmiş ve uygulamada kullanılacak risksiz faiz oranı olarak dikkate alınmıştır.

Birleşme sonrası oluşan işletmenin risksiz faiz oranı da %9,47 olarak hesaplanmıştır. Bunun en temel nedeni karşılaştırılabilirliğin yapılabilmesidir. 2016 yılının son 10 yıl vadeli ihalesinin yıllık ortalama bileşik faiz oranı %11,55 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın alınması belirlenecek iskonto oranının artmasına sebep olmakla birlikte, işletmenin değerinin artıp artmamasının araştırılması esnasında işletme dışı faktörlerin sabit kalmaması sebebiyle yanıltıcı olacaktır. Aynı ortam ve şartlarda değerlemenin yapılabilmesi için dış faktörler sabitlenmek istenmiş ve üç değerlemede de risksiz faiz oranı %9,47 olarak kabul edilmiştir.

4.3.4.2. Beta Kat Sayısının Bulunması

Beta katsayısı market getirisi ile şirketin hisse getirisi arasındaki ilişkiyi gösteren katsayıdır. Öz sermaye maliyetinin bulunabilmesi için gerekli unsurlardan biri olan beta katsayılarının bulunması için, İMKB 100 verileri ve şirket verileri ele alınmıştır. Beta katsayısının hesaplanması için son yılın kapanış endeksleri baz alınmıştır.

Beta katsayısının hesaplanabilmesi için günlük veriler dikkate alınmıştır. Son bir yıla ait şirketin ve İMKB 100 endeksinin kapanış endeksleri listelenmiş ve bir önceki güne göre değişimi tespit edilerek günlük getirileri hesaplanmıştır.

Market getirisi ve hisse senedi getirisinin günlük oransal olarak tespit edilmesi ile birlikte beta katsayısının bulunabilmesi için market getirisi ile hisse getirisinin kovaryansı alınıp, market getirilerinin varyansına bölünerek işletmelerin beta kat sayıları bulunmuştur.

4.3.4.2.1. Edinen İşletmenin Beta Katsayısı

Edinen işletmenin, edinme öncesi döneme ait hisselerinin günlük getirileri ve İMKB 100 endeksinin günlük getirileri incelenmiştir. Bu veriler kullanılarak yapılacak hesaplama sonucunda market getirileri ile edinen işletmenin edinme öncesi döneme ait hisse senedi getirilerinin kovaryansı 0,000229 hesaplanmıştır. Edinme öncesi döneme ait İMKB 100 endeksinin getirisinin varyansı ise 0,00036 olarak hesaplanmıştır.

Beta katsayısının bulunabilmesi için tutarlar formüle edildiğinde,

0,000229 / 0,00036= 0,636088

Edinen işletmenin, edinme öncesi döneme ait beta katsayısı 0,636 olarak hesaplanmıştır.

4.3.4.2.2. Edinilen İşletmenin Beta Katsayısı

Edinilen şirketin borsa da işlem görmemesi sebebi ile hisse senedinin günlük getirisi ile market getirinin ilişkisi doğrudan bulunamamaktadır. Borsada işlem görmeyen işletmelerin beta hesaplamasının yapılabilmesi, aynı sektörde yer alan benzer işletmelerin betaları ve yabancı kaynak/özkaynak oranlarının bulunması gerekmektedir.

Sektörde yer alan benzer şirketlerin günlük endeksleri ve İMKB 100 endeksinin bilgileri incelenmiştir ve A,B,C,D şirketleri olarak isimlendirilmiştir. Hesaplama yapılırken market ile hisse senetlerinin kovaryansları farklılık gösterse de, beta hesaplamasında kullanılan marketin varyansı tüm şirketler için aynıdır ve market varyansı edinen işletme hesaplamasında verildiği üzere 0,00036 dır.

Birleşme öncesi döneme ait olarak seçilen şirketlerin İMKB 100 endeksi ile kovaryansları hesaplanmıştır. Kovaryans değerleri A İşletmesi için 0,000225, B işletmesi için 0,000373, C İşletmesi için 0,000295, D işletmesi için ise 0,000307 olarak hesaplanmıştır.

Bu veriler ele alındığında yapılacak hesaplamalar ve şirketlerin beta katsayıları şöyledir;

A işletmesinin beta hesaplaması	= 0,000225 / 0,00036
	= 0,625259
B işletmesinin beta hesaplaması	= 0,000373 / 0,00036
	= 1,034816
C işletmesinin beta hesaplaması	= 0,000295 / 0,00036
	= 0,819633
D işletmesinin beta hesaplaması	= 0,000307 / 0,00036
	= 0,850644

Şirketlerin yukarıda ayrı olarak hesaplanan beta katsayıları ve sektörün oluşan ortalama beta katsayısı Tablo 17'de toplu olarak belirtilmiştir. Sektörün beta ortalaması 0,793 olarak hesaplanmıştır. Benzer şirket olarak seçilen şirketlerin, beta katsayılarının aritmetik ortalaması hesaplanarak sektör ortalaması bulunmuştur.

Tablo 17: Sektör Betaları

İşletme	Beta Katsayısı
Edinen İşletme	0,636
A İşletmesi	0,625
B İşletmesi	1,035
C işletmesi	0,820
D İşletmesi	0,851
Sektör Ortalaması	0,793

Edinilen işletmenin betasının bulunabilmesi için gerekli olan bir başka veri de sektörün ortalama yabancı kaynak/özkaynak oranının belirlenmesidir. İMKB'de işlem gören aynı sektördeki işletmelerin bilançoları incelenmiş ve son 4 yıla ait yabancı kaynak/özkaynak oranları hesaplanarak Tablo 18'de toplu halde gösterilmiştir.

Tablo 18: Sektör Kaldıraç Oranları

Edinen İşletme	**1,14**	**0,50**	**0,72**	**1,00**	**0,84**
A	4,95	2,45	2,97	3,92	3,57
B	0,47	0,89	1,14	1,69	1,05
C	1,39	1,57	1,57	1,56	1,52
D	1,22	3,54	1,61	4,53	2,72
Sektör Ortalaması					1,94

Tablo 18'de yer alan şirket ortalama yabancı kaynak/özkaynak oranları aritmetik ortalama alınarak hesaplanmıştır. Sektörün ortalaması da her işletmenin 4 yıllık ortama oranlarının aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Sektörde yer alan şirketlerin yabancı kaynak/özkaynak oranları baz alınarak bu oranların aritmetik ortalaması alındığında, sektörün ortalama yabancı kaynak/özkaynak oranı 1,94 olarak hesaplanmıştır.

Edinilen işletmenin geçmiş yabancı kaynak/özkaynak oranları incelendiğinde, şirketin oranları arasında aşırı farklar olduğu gözlemlenmiştir. Şirketin 2012 yılında sermaye artırımına gitmesi sebebiyle oranlar oldukça düşmüştür. Edinilen işletmenin son yılları ve sektörün durumu göz önünde bulundurularak, edinilen işletme için hedef yabancı kaynak/özkaynak oranının 0,70 olduğu varsayılmıştır.

Halka açık olmayan şirketlerin betasının bulunabilmesi için kullanılan formül şöyledir;

Kaldıraçsız Beta = Sektör Betası / (1+((1-vergi oranı)*sektör E/D oranı)

Halka Açık Olmayan = Kaldıraçsız Beta * (1+((1-vergi oranı)*Hedef E/D oranı)

Şirket Betası Bu formül kapsamında formülde veriler yerine konduğunda,

Kaldıraçsız Beta = 0,793 / (1+((1-0,2)*1,94) = 0,311
Edinilen Şirketin Betası = 0,311 * (1+((1-0,2)*0,7) = 0,4848
Edinilen işletmenin betası 0,4848 olarak hesaplanmıştır.

4.3.4.2.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Beta Katsayısı

Birleşme sonrası şirketin performansı gözden geçirilmiş ve 2016 yılı ele alınarak beta katsayısının hesaplanabilmesi için İMKB 100 endeksi ve şirketin kapanış endeksleri düzenlenmiştir. Bu veriler sonucunda yapılan hesaplamalarda

market ile hisse getirisinin kovaryansı 0,0000835 marketin getirisinin varyansı 0,000169 olarak hesaplanmıştır.

Beta katsayısının bulunabilmesi için tutarlar formüle edildiğinde,

0,0000835 / 0,000169 = 0,493822

Birleşme sonrası işletme için beta katsayısı 0,494 olarak hesaplanmıştır.

4.3.4.3. Ülke Risk Primi

Ülke risk priminin hesaplanması oldukça detaylı ve başlı başına bir araştırma konusudur. Ülkelerin siyasal, ekonomik, politik ve benzer birçok açıdan ele alınması sonucunda hesaplanmaktadır. Çeşitli kredi derecelendirme kuruluşları ülke notlarını bu standarlara göre belirleyerek açıklamaktadır.

Standart&Poor's, Moody's ve Fitch Ratings gibi kuruluşların yaptıkları derecelendirme ile oluşturulan puanlamalar ülkelerin kredi notlarını ve risklerini göstermektedir.

Türkiye'nin 2013 yılında almış olduğu notlar mart ayı ve mayıs ayı olarak iki farklı zamanda verilmiştir. Fitch BBB- olarak belirlediği notunu ve S&P BB+ olarak belirlediği notunu iki ayda da değiştirmezken Moody's mart ayında Ba1 olarak belirlediği notunu mayıs ayında Baa3 olarak yükseltmiştir.

Bu bilgiler ile birlikte Damodaran'ın çalışması ve değerlendirmesi ele alınarak ülke risk primi 10,82 olarak belirlenmiştir[3].

[3] Damodaran'ın kendi sitesinde (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) yayınladığı ''Equity Risk Premiums: Determinants, Measures and Implications – The 2014 Edition'' adlı çalışmasından alınmıştır.

4.3.4.4 İşletmelerin Öz Sermaye Maliyetlerinin Hesaplanması

Bulunan beta katsayısı, ülke risk primi ve risksiz faiz primi öz sermaye maliyetinin belirlenebilmesi için aşağıdaki formülde yerlerine konarak hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.

Risksiz Faiz Primi + (Beta Katsayısı x Ülke Risk Primi)

4.3.4.4.1. Edinen İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması

Edinen işletmenin beta katsayısı 0,636 olarak hesaplanmıştır. Ortak unsur olarak alınan risksiz faiz primi 9,47 olarak, ülke risk primi ise 10,82 olarak belirlenmiştir. Formülde veriler yerine konularak öz sermaye maliyeti şöyle hesaplanmıştır;

= 9,47 + (0,636 x 10,82)
= 16,3526

4.3.4.4.2. Edinilen İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması

Edinilen işletmenin beta katsayısı 0,485 olarak hesaplanmıştır. Ortak unsur olarak alınan risksiz faiz primi 9,47 olarak, ülke risk primi ise 10,82 olarak belirlenmiştir. Formülde veriler yerine konularak öz sermaye maliyeti şöyle hesaplanmıştır;

= 9,47 + (0,485 x 10,82)
= 14,71554

4.3.4.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Öz Sermaye Maliyetinin Bulunması

Birleşme sonrası işletmenin beta katsayısı 0,494 olarak hesaplanmıştır. Ortak unsur olarak alınan risksiz faiz primi 9,47 olarak, ülke risk primi ise 10,82 olarak

belirlenmiştir. Formülde veriler yerine konularak öz sermaye maliyeti şöyle hesaplanmıştır;

= 9,47 + (0,494 x 10,82)

= 14,81292

4.4. TERMİNAL DEĞER

İşletmenin sürekliliği kavramı ve işletmeleri sınırsız süre ile kurulmaları sebebiyle dönemsel olarak oluşacak nakit akımlarının sonsuza kadar hesaplaması imkansızdır. Bu sebeple işletmelerin gelecek 10 yılı tahmin edilerek kalan yıllar için terminal değer hesaplanmıştır. Hesaplama şu formül ile gerçekleştirilmiştir;

Son Yıl Nakit Akımı X (1 + Büyüme Oranı) / (İskonto Oranı – Büyüme Oranı)

4.4.1. Edinen İşletmenin Terminal Değeri

Edinen işletmenin gelecek yılları için hesaplanan nakit akımlarının son senesinde gerçekleşen tutar 7.109.992,57 TL'dir. Şirketin devam eden yıllarda büyüme oranı Türkiye ekonomisinin tahmin edilen büyüme oranının %3,3 olacağı varsayımı ile %3,3 olarak alınmıştır. Edinen işletmenin hesaplanan iskonto oranı 0,1422'dir. Bu bilgiler sonucunda yapılan hesaplama;

= 7.109.992,57 x (1 + 0,033) / (0,1422 – 0,033)

= 67.244.667,80 TL olarak belirlenmiştir.

4.4.2. Edinilen İşletmenin Terminal Değeri

Edinilen işletmenin gelecek yılları için hesaplanan nakit akımlarının son senesinde gerçekleşen tutar 1.593.072,14 TL'dir. Şirketin devam eden yıllarda büyüme oranı Türkiye ekonomisinin tahmin edilen büyüme oranının %3,3 olacağı varsayımı ile %3,3 olarak alınmıştır. Edinilen işletmenin hesaplanan iskonto oranı 0,1185'dir. Bu bilgiler sonucunda yapılan hesaplama;

= 1.317.868,83 x (1 + 0,033) / (0,1185 – 0,033)
= 15.915.013,27 TL olarak belirlenmiştir.

4.4.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Terminal Değeri

Birleşme sonrası işletmenin gelecek yılları için hesaplanan nakit akımlarının son senesinde gerçekleşen tutar 12.246.641,30 TL'dir. Şirketin devam eden yıllarda büyüme oranı Türkiye ekonomisinin tahmin edilen büyüme oranının %3,3 olacağı varsayımı ile %3,3 olarak alınmıştır. Edinen işletmenin hesaplanan iskonto oranı 0,1303'dür. Bu bilgiler sonucunda yapılan hesaplama;

= 11.036.844,37 x (1 + 0,033) / (0,1303 – 0,033)
= 117.212.476,83 TL olarak belirlenmiştir.

4.5. ŞİRKET DEĞERLERİNİN TESPİT EDİLMESİ

Şirkete nakit akımları yöntemi kullanılarak yapılacak değerleme sürecinde öncelikli olarak şirketlerin gelecekte karşılaşabilecekleri nakit giriş ve çıkışları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirketlerin mevcut sektörlerinin yapısı, ülke ekonomisi ve dünya ekonomisinin durumu göz önünde bulundurularak şirket kapasitesi ve geçmiş veriler eşliğinde oluşturulan varsayımlar ile bu tahminler yapılmıştır. Varsayımlar geçmiş veriler ışığında olabildiğince objektif bir şekilde yapılmaya çalışılmış ve sınırlamalar ile bu varsayımların dayanakları belirtilmiştir.

Şirketlerin nakit akımlarının belirlenmesi ile birlikte bu nakit akımların hangi iskonto oranı ile indirgeneceğinin belirlenebilmesi için her şirket için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmıştır.

İşletmenin sürekliliği kavramı göz önüne alınarak faaliyetlerinin sonsuza kadar süreceği düşünülmektedir. Yöntem açısından nakit akımlarının sonsuza doğru giden dönemlerinin hepsinin hesaplanması mümkün değildir, aynı şekilde yıllar ilerledikçe iskonto oranı ile indirgenen tutar oldukça azalacak ve önemsiz bir tutar olarak yer

alacaktır. Bu nedenlerden dolayı dönem sonunda terminal değer hesaplaması yapılarak bugünkü değeri bulunmuştur.

Şirketlerin değerlemesi yapılırken gelecek 10 yıllarının nakit akımları dikkate alınmış ve 10 yıl sonra oluşacak terminal değer ile 10 yıl içerisinde gerçekleşecek nakit akımlarının iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda şirketlerin değerleri hesaplanmıştır.

4.5.1. Edinen İşletmenin Değerinin Bulunması

Hesaplanan şirkete serbest nakit akımları belirlenen iskonto oranı olan %14,22 ile indirgenerek bugünkü değerleri bulunmuştur. Şirketin, şirkete serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 6.848.643,30 TL olarak hesaplanmıştır. 10 yıllık nakit akım tarihinin sonunda kalan yıllar için hesaplanan terminal değeri ise 67.244.667,80 TL. olarak hesaplanmıştır.

Şirkete 10 yıllık serbest nakit akımların bugünkü değeri ile terminal değerin toplamı edinen işletmenin değerini göstermektedir. Tablo 19'da da görüldüğü üzere edinen işletmenin değeri 74.093.311,11 TL. olarak belirlenmiştir.

4.5.2. Edinilen İşletmenin Değerinin Bulunması

Hesaplanan şirkete serbest nakit akımları belirlenen iskonto oranı ile indirgenerek bugünkü değerleri bulunmuştur. Şirketin, şirkete serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 3.795.252,73 TL. olarak hesaplanmıştır. 10 yıllık nakit akım tarihinin sonunda kalan yıllar için hesaplanan terminal değeri ise 15.915.013,27 TL. olarak hesaplanmıştır.

Şirkete 10 yıllık serbest nakit akımların bugünkü değeri ile terminal değerin toplamı edinen işletmenin değerini göstermektedir. Tablo 20'de de görüldüğü üzere edinen işletmenin değeri 19.710.266,00 TL. olarak belirlenmiştir.

Tablo 19: Edinen İşletme Değerinin Bulunması

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Net Satışlar	40,541,811.35	46,623,083.05	53,616,545.51	61,659,027.34	70,291,291.16	80,132,071.93	90,549,241.28	102,320,642.64	114,599,119.76	128,386,590.27	
SMM	31,805,051.00	36,575,808.65	42,062,179.95	48,371,506.95	55,143,517.92	62,863,610.43	71,035,879.78	80,270,544.15	89,903,009.45	100,719,280.07	
Brüt Kar	8,736,760.35	10,047,274.40	11,554,365.56	13,287,520.39	15,147,773.25	17,268,461.50	19,513,361.50	22,050,098.49	24,696,110.31	27,667,310.20	
Faaliyet Giderleri	4,398,786.53	5,058,604.51	5,817,395.19	6,690,004.47	7,626,605.09	8,694,329.80	9,824,592.68	11,101,789.73	12,434,004.49	13,929,945.04	
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	1,001,382.74	1,151,590.15	1,324,328.67	1,522,977.98	1,736,194.89	1,979,262.18	2,236,566.26	2,527,319.87	2,830,598.26	3,171,148.78	
Genel Yönetim Giderleri	3,397,403.79	3,907,014.36	4,493,066.51	5,167,026.49	5,890,410.20	6,715,067.63	7,588,026.42	8,574,469.85	9,603,406.24	10,758,796.26	
Esas Faaliyet karı (EFK)	4,337,973.81	4,988,669.89	5,736,970.37	6,597,515.93	7,521,168.15	8,574,131.70	9,688,768.82	10,948,308.76	12,262,105.81	13,737,365.16	
Vergi	867,594.76	997,733.98	1,147,394.07	1,319,503.19	1,504,233.63	1,714,826.34	1,937,753.76	2,189,661.75	2,452,421.16	2,747,473.03	
EFK (1-v)	3,470,379.05	3,990,935.91	4,589,576.30	5,278,012.74	6,016,934.52	6,859,305.36	7,751,015.05	8,758,647.01	9,809,684.65	10,989,892.13	
(+)Amortisman Gideri	560,068.53	588,071.96	617,475.55	648,349.33	680,766.80	714,805.14	750,545.40	788,072.67	827,476.30	868,850.11	
(-)Sermaye Harcamaları	533,398.60	560,068.53	588,071.96	617,475.55	648,349.33	680,766.80	714,805.14	750,545.40	788,072.67	827,476.30	
(-)İşletme Sermaye Değişimi	3,118,114.05	4,662,308.31	5,011,981.43	5,361,654.55	5,117,699.27	5,342,138.13	4,847,990.35	4,889,659.03	4,092,825.71	3,921,273.37	
FSNA	378,934.93	-643,368.97	-393,001.53	-52,768.03	931,652.72	1,551,205.57	2,938,764.96	3,906,515.25	5,756,262.58	7,109,992.57	
FSNA'nın Bugünkü Değeri	331,752.33	-493,127.00	-263,719.51	-31,000.47	479,182.27	698,498.33	1,158,537.80	1,348,292.81	1,739,340.57	1,880,886.17	6,848,643.30
Terminal Değer											67,244,667.80
											74,093,311.11

Tablo 20: Edinilen İşletme Değerinin Bulunması

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Net Satışlar	10,468,123.50	12,143,023.26	14,085,906.98	16,198,793.03	18,628,611.99	21,236,617.66	24,209,744.14	27,357,010.87	30,639,852.18	34,316,634.44	
SMM	9,061,463.27	10,511,297.39	12,193,104.97	14,022,070.72	16,125,381.33	18,382,934.71	20,956,545.58	23,680,896.50	26,522,604.08	29,705,316.57	
Brüt Kar	1,406,660.23	1,631,725.87	1,892,802.01	2,176,722.31	2,503,230.66	2,853,682.95	3,253,198.56	3,676,114.37	4,117,248.10	4,611,317.87	
Faaliyet Giderleri	494,095.43	573,150.70	664,854.81	764,583.03	879,270.49	1,002,368.35	1,142,699.92	1,291,250.91	1,446,201.02	1,619,745.15	
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	138,179.23	160,287.91	185,933.97	213,824.07	245,897.68	280,323.35	319,568.62	361,112.54	404,446.05	452,979.57	
Genel Yönetim Giderleri	355,916.20	412,862.79	478,920.84	550,758.96	633,372.81	722,045.00	823,131.30	930,138.37	1,041,754.97	1,166,765.57	
Esas Faaliyet karı (EFK)	912,564.80	1,058,575.17	1,227,947.20	1,412,139.28	1,623,960.17	1,851,314.59	2,110,498.64	2,384,863.46	2,671,047.08	2,991,572.73	
Vergi	182,512.96	211,715.03	245,589.44	282,427.86	324,792.03	370,262.92	422,099.73	476,972.69	534,209.42	598,314.55	
EFK (1-v)	730,051.84	846,860.14	982,357.76	1,129,711.42	1,299,168.14	1,481,051.68	1,688,398.91	1,907,890.77	2,136,837.66	2,393,258.18	
(+)Amortisman Gideri	388,250.62	399,898.14	411,895.08	424,251.94	436,979.49	450,088.88	463,591.55	477,499.29	491,824.27	506,579.00	
(-)Sermaye Harcamaları	226,165.41	232,950.37	239,938.88	247,137.05	254,551.16	262,187.70	270,053.33	278,154.93	286,499.57	295,094.56	
(-)İşletme Sermaye Değişimi	505,357.69	586,214.92	680,009.30	739,510.12	850,436.63	912,801.99	1,040,594.27	1,101,543.36	1,148,994.46	1,286,873.79	
FSNA	386,779.37	427,592.99	474,304.66	567,316.19	631,159.83	756,150.87	841,342.86	1,005,691.77	1,193,167.90	1,317,868.83	
FSNA'nın Bugünkü Değeri	345,789.71	341,765.41	338,925.07	362,426.75	360,481.67	386,101.12	384,073.54	410,445.06	435,351.92	429,892.49	3,795,252.73
Terminal Değer											15,915,013.27
											19,710,266.00

4.5.3. Birleşme Sonrası İşletmenin Değerinin Bulunması

Hesaplanan şirkete serbest nakit akımları, belirlenen iskonto oranı ile indirgenerek bugünkü değerleri bulunmuştur. Şirketin, şirkete serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 36.494.181,95 TL. olarak hesaplanmış terminal değeri ise 117.212.476,83 TL. olarak hesaplanmıştır.

Şirkete 10 yıllık serbest nakit akımların bugünkü değeri ile terminal değerin toplamı edinen işletmenin değerini göstermektedir. Tablo 21'de de görüldüğü üzere edinen işletmenin değeri 153.706.658,78 TL. olarak belirlenmiştir.

Tablo 21: Birleşme Sonrası İşletme Değerinin Bulunması

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Net Satışlar	113,602,129.71	126,098,363.98	138,708,200.38	152,579,020.41	167,836,922.45	182,942,245.48	199,407,047.57	217,353,681.85	234,741,976.40	253,521,334.51	
SMM	94,385,940.39	104,768,393.83	115,245,233.21	126,769,756.54	139,446,732.19	151,996,938.09	165,676,662.51	180,587,562.14	195,034,567.11	210,637,332.48	
Brüt Kar	19,216,189.32	21,329,970.15	23,462,967.16	25,809,263.88	28,390,190.27	30,945,307.39	33,730,385.06	36,766,119.71	39,707,409.29	42,884,002.03	
Faaliyet Giderleri	10,680,689.45	11,855,565.29	13,041,121.82	14,345,234.01	15,779,757.41	17,199,935.57	18,747,929.77	20,435,243.45	22,070,062.93	23,835,667.96	
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	4,421,013.35	4,907,324.82	5,398,057.30	5,937,863.03	6,531,649.33	7,119,497.77	7,760,252.57	8,458,675.30	9,135,369.33	9,866,198.87	
Genel Yönetim Giderleri	6,259,676.10	6,948,240.48	7,643,064.52	8,407,370.98	9,248,108.07	10,080,437.80	10,987,677.20	11,976,568.15	12,934,693.60	13,969,469.09	
Esas Faaliyet karı (EFK)	8,535,499.87	9,474,404.85	10,421,845.34	11,464,029.87	12,610,432.86	13,745,371.82	14,982,455.28	16,330,876.26	17,637,346.36	19,048,334.07	
Vergi	1,707,099.97	1,894,880.97	2,084,369.07	2,292,805.97	2,522,086.57	2,749,074.36	2,996,491.06	3,266,175.25	3,527,469.27	3,809,666.81	
EFK (1-v)	6,828,399.89	7,579,523.88	8,337,476.27	9,171,223.90	10,088,346.29	10,996,297.45	11,985,964.23	13,064,701.01	14,109,877.09	15,238,667.25	
(+)Amortisman Gideri	1,043,824.97	1,075,139.72	1,107,393.91	1,140,615.73	1,174,834.20	1,210,079.22	1,246,381.60	1,283,773.05	1,322,286.24	1,361,954.83	
(-)Sermaye Harcamaları	608,053.38	626,294.98	645,083.83	664,436.35	684,369.44	704,900.52	726,047.53	747,828.96	770,263.83	793,371.74	
(-)İşletme Sermaye Değişimi	2,623,427.37	2,885,770.11	3,174,347.12	3,491,781.83	3,840,960.01	4,225,056.01	4,647,561.61	4,089,854.22	4,417,042.56	4,770,405.96	
FSNA	4,640,744.11	5,142,598.51	5,625,439.23	6,155,621.45	6,737,851.04	7,276,420.15	7,858,736.68	9,510,790.87	10,244,856.94	11,036,844.37	
FSNA'nın Bugünkü Değeri	4,105,878.27	4,025,497.05	3,895,935.67	3,771,774.24	3,652,696.91	3,490,024.27	3,334,892.68	3,570,789.13	3,403,078.10	3,243,615.62	36,494,181.95
Terminal Değer											117,212,476.83
											153,706,658.78

4.6. UYGULAMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmanın bu bölümünde, uygulamadan elde edilen veriler temelinde, satın alma sürecinde ödenen fiyat ile şirketin birleşme sonrası oluşan pazar payı, satışları, maliyetleri ve kapasite kullanımı tartışılacak ve gerçekleştirilen birleşme işlemi ile ulaşılan durum değerlendirilecektir.

Alım işlemi sırasında yapılan değerleme çeşitli beklentiler ve beklenen faydalar dikkate alınarak yapılmaktadır. Bu değerlemede edinilen işletmenin değeri ile satın alma sürecinde ödenen tutarın yanı sıra bu satın almadan sonra ortaya çıkan değer de önem taşımaktadır. Satın alma sonrasında beklentilerin gerçekleşmemesi hem alım sırasında birleşme sonrası ile ilgili doğru öngörülerde bulunulmadığını bu nedenle edinilen işletmenin piyasa değerine yakın bir değer ödense de olması gerekenden yüksek bir bedel ödendiğini, hem de gerçekleştirilen birleşmeden arzu edilen sonucun elde edilmediğini göstermektedir.

Birleşmenin finansal açıdan başarısının değerlendirilebilmesi için öncelikle işletmenin birleşme ile ilgili beklentilerinin anlaşılması gerekmektedir. Bu gereklilik sebebiyle birleşme kararına neden olan amaçlar ve gerçekleşen birleşmenin türü belirlenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde işletmelerin vergi avantajı sağlama, finansal nedenler, pazar payını arttırma isteği, teknolojik değişme, düşük değerlenmiş varlıkları alma isteği, yönetici davranışları, çeşitlendirme ve sinerji etkisi yaratmak amacıyla birleştiklerine değinilmiştir. Belirtilen birleşme nedenleri içerisinde, finansal nedenler ön plana alınmış ve bu nedenle birleşmenin türü dikkate alınarak birleşme sürecindeki finansal veriler bu amaçlar ekseninde yorumlanmış ve birleşmenin başarısı incelenmiştir.

Birleşen iki şirketin aynı sektörde faaliyet göstermesi ve aynı ürünleri üretmeleri, gerçekleşen birleşmenin bir yatay birleşme olduğunu göstermektedir. Şirketlerin yatay birleşmelerden bekledikleri yararlar; pazar paylarını arttırmak, kullanılmayan kaynakları elde ederek kapasitelerini geliştirmek, üretimde

uzmanlaşmak, maliyet tasarrufu sağlamak, dağıtım kanallarında avantaj elde etmek, teknoloji ve diğer konularda işbirliği sağlamak olarak sıralanmaktadır. Belirtilen beklentiler ve finansal veriler kapsamında birleşme öncesi ve sonrası şirketin; pazar payı, satışları, maliyetleri ve kapasite kullanımı incelenmiş ve bu unsurları etkileyebilecek farklı etkenlerin varlıkları araştırılarak sonuçlar irdelenmiştir.

Çalışmada, satın alım aşamasında, edinilen işletmenin değeri yapılan değerleme sonucunda 19.710.266,00 TL. olarak belirlenmiştir. Edinen işletme ise edinilen işletmeye satın alma sürecinde yaklaşık olarak 21.500.000,00 TL. tutarında bir ödeme gerçekleştirmiştir. Satın alım işlemi, şirketin bulunan değerinden daha yüksek bir tutarda gerçekleşmiştir. Bu noktada edinen şirketin, edinilen şirketin değerinden daha yüksek bir tutarla edindiği, bir başka ifade ile değerinin üstünde bir tutarla pahalıya aldığı görülmektedir. Bu sonuç alım işleminin başarısız bir şekilde gerçekleştiğini göstermektedir ama belirtildiği gibi satın almada önemli olan nokta alım işleminin başarısından daha çok birleşmenin başarılı olmasıdır.

Bu yönüyle yapılan incelemede birleşme öncesi ve sonrası durumun değerlendirilmesi için şirketlerin birleşme öncesi değerleri ve birleşme sonrası oluşan şirketin değerlemesi karşılaştırılmıştır. Edinen işletmenin birleşme öncesi değeri 74.093.311,11 TL. edinilen işletmenin birleşme öncesi değeri ise 19.710.266,00 TL. olarak hesaplanmıştır. Ayrı ayrı değerlerinin yanı sıra bu iki işletmenin toplam değeri 93.803.577,11 TL olarak hesaplanmıştır. Birleşme sonrasında oluşan işletmenin ise değeri 153.706.658,78 TL olarak belirlenmiştir.

Birleşme sonrası oluşan değer, birleşme öncesi iki şirketin ayrı ayrı hesaplanan değerleri toplamından yüksektir, yaklaşık olarak %64'lük bir artış gözlemlenmiştir. Gerçekleşen birleşmenin, var olan işletmelere değer kattığı görülmektedir. Şirket değerlerini ele alarak yapılacak bir inceleme sonucunda, birleşmenin başarılı sonuçlandığını söylemek mümkündür.

Birleşme sonrası oluşan bu olumlu farkın sebepleri incelendiğinde en önemli etkenin satışların artmasından kaynaklandığı görülmektedir. Birleşme öncesi son yıl verileri ele alındığında, edinen işletmenin gerçekleşen satış tutarı ile edinilen

işletmenin gerçekleşen satış tutarı toplamı yaklaşık olarak 43.000.000,00 TL. seviyelerinde iken birleşme sonrası faaliyet gösterilen ilk yıl olan 2014 yılına ait gerçekleşen satış tutarı 82.616.956,00 TL. olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde beklenen büyüme oranları ile gelecek dönemlere ait 2018 yılı ele alındığında edinen ve edinilen işletmelerin toplam tahmini satış tutarı yaklaşık olarak 89.000.000,00 TL. iken birleşme sonrası oluşan işletmenin 2018 satış tahmini 126.000.000, TL. seviyelerindedir. Aradaki fark edinen ve edinilen işletmelerin, birleşme sonrası oluşan işletmenin büyüme oranından daha fazla olmasın rağmen yine de oldukça yüksektir.

Birleşme işlemi sonrasında gerçekleştirilebilecek bir reklam ve pazarlama faaliyeti, satış tutarlarını arttırabilecek bir etken olabileceğinden satışlarda meydana gelen bu artışı, birleşme dışında etkileyebilecek bir pazarlama etkinliğinin olup olmadığı araştırılmıştır. Edinen ve edinilen şirketlerin pazarlama ve satış dağıtım giderleri kalemi ele alınarak yapılan incelemede, birleşme öncesi giderleri toplamının yaklaşık olarak 1.670.000 TL. olduğu görülmektedir. Birleşme sonrası gerçekleşen ilk faaliyet yılına ait pazarlama ve satış dağıtım giderleri ise yaklaşık olarak 3.000.000TL tutarındadır. İki yıl arasında yaklaşık olarak 1.330.000 TL. tutarında bir artış olduğu görülmektedir. Pazarlama ve satış giderlerinde meydana gelen artışın, satışlarda bir artışa mı sebep olduğu yoksa satışlarda meydana gelen artışın mı pazarlama satış giderlerinde bir artışa sebep olduğunun anlaşılabilmesi için şirketlerin pazarlama ve satış giderleri ile satış gelirleri arasındaki ilişki oransal olarak incelenmiştir. Edinilen şirketin pazarlama ve satış giderlerinin, satışlara oranı ortalaması yaklaşık %2, edinen şirketin ise yaklaşık %3 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme sonrası ise bu oran yaklaşık %3,8 olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama ve satış giderlerinde meydana gelen tutarsal artış, oransal olarak daha düşük gerçekleşmiştir. Buna ilave olarak şirketin sonraki yıllarda gerçekleşen pazarlama ve satış giderleri ile satış tutarlarının oranı aynı seyretmektedir. Bu da işletmenin ek bir gidere katlanmadığını ve artışın satışlara bağlı bir değişken maliyet olarak gerçekleştiğini göstermektedir. Bu artışın, satış tutarında meydana gelen ani artışa sebep olabilecek güçte ve nitelikte olmadığı gözlemlenmiştir.

Satışlar ele alındığında işletmenin satışlarını arttırarak önemli bir değer yarattığı gözlemlenmektedir. Satışlarda oluşan bu artışın işletme odaklı mı yoksa sektör odaklı mı olduğu araştırılmıştır. İşletmenin yer aldığı ve benzer faaliyet alanına sahip halka açık şirketlerin satış tutarları incelenmiştir. Faaliyet alanında meydana gelen büyüme ile şirketin satışlarında meydana gelen büyüme karşılaştırıldığında, şirketin satışlarında meydana gelen büyümenin, piyasaya oranla oldukça yüksek gerçekleşmiş olduğu gözlemlenmiştir.

Şirketlerin, yatay birleşmeleri tercih etme sebepleri arasında yer alan en temel motivasyonlardan bir diğeri de pazar payını arttırma isteğidir. Edinen işletmenin alım sonrası oluşacak durum ile ilgili temel beklentilerinden biri, sektörde konumunu kuvvetlendirerek pazarda daha fazla paya sahip olmaktır. Satışların, şirket odaklı mı yoksa sektör odaklı mı arttığı araştırılırken aynı zamanda pazar payları da incelenmiştir. Birleşme öncesi iki şirket toplamının, sektör içerisinde yer alan şirketler arasında %5-6 dolaylarında olan pazar payının yine aynı şirketler baz alınarak yapılan oranlamada %11'ler civarına çıktığı görülmektedir. Şirket sektörden daha yüksek oranda büyüme gerçekleştirmiş ve gerçekleşen bu birleşme ile pazar payını arttırmıştır.

Artan üretim ile şirketler ölçek ekonomisinden yararlanmayı amaçlamaktadır. Ölçek ekonomisi ile birim başına düşen sabit maliyetlerin azalması, şirketin birim maliyetlerinin düşmesine ve böylelikle rekabetin yoğun olduğu ortamlarda şirketin önemli bir maliyet avantajı elde etmesine olanak sağlamaktadır. Bu sebeple işletme açısından birleşme ile sağlanmak istenen avantajlardan biri olarak maliyetler de incelenmiştir.

Ana gider kalemi olarak satışların maliyetleri incelendiğinde, edinilen işletmenin satışların maliyeti kaleminin satışlara oranının yüksek olduğu, edinen işletmenin ise daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. İki işletmenin satışlarının toplanması sonucunda yapılan hesaplamalarda ortaya çıkan oran yaklaşık olarak %81,4 olarak hesaplanmıştır. Birleşme sonrası bu oran %83'lere yükselmiştir. Görüldüğü gibi işletme satışların maliyetleri konusunda bir avantaj sağlayamamıştır.

Faaliyet giderleri incelendiğinde, işletmenin faaliyet giderlerinde birleşme ile birlikte bir artış göze çarpmaktadır. Edinen ve edinilen işletmelerin faaliyet giderleri toplamı, birleşme sonrası ortaya çıkan işletmenin faaliyet giderlerinden düşük olarak hesaplanmıştır. İşletme, gözlemlenen bu tutarlar açısından ele alındığında, birleşmenin faaliyet giderleri açısından bir fayda sağlamadığı düşünülmektedir. Tutar olarak bir artış söz konusu olsa da faaliyet giderlerinin satışlara oranı düşünülerek bir hesaplama yapıldığında, edinen ve edinilen işletmelerin satış toplamları ile faaliyet giderlerinin oranı yaklaşık olarak %9,74 civarında gerçekleşmiştir, bu oran birleşme sonrası ortaya çıkan işletme de ise %9,40 civarında gerçekleşmektedir.

Tutar olarak faaliyet giderlerinde görülen artışın sebebi, satış hacminde gerçekleşen artış olarak gözlemlenmiştir. Birleşme sonrasında faaliyet giderlerinde, satışlara oranlandığında, düşükte olsa bir düşüş gözlemlenmiştir. İşletmenin birleşme ile faaliyet giderlerinde bir düşüşün gerçekleştiği gözlemlense de bu düşüşün, anlamlı bir avantaj sağladığını söylemek pek mümkün değildir.

İşletmenin maliyetleri genel olarak ele alındığında, satış hacminin artması sebebiyle, giderler tutar olarak artsa da oransal olarak pek bir farklılık göstermemektedir. Birleşme ile işletmenin, maliyet açısından kendine bir avantaj sağladığını söylemek mümkün gözükmemekle birlikte, işletmenin ölçek ekonomisinden yararlanabildiğini söylemek de pek mümkün değildir.

Birleşme sırasında incelenen bir başka unsur ise işletmelerin kapasitelerini ne oranda kullandıklarının irdelenmesidir. Edinilen işletme yönetiminin kaynaklarını verimsiz kullanması veya üretim kapasitesinin tam olarak kullanamaması, birleşme sonrasında bu kapasitenin kullanılıp kullanılamadığı gibi konular birleşmenin başarısı ve amaçlarının belirlenebilmesi için önem taşımaktadır.

Satışların birleşme sonrasında artış göstermesi edinilen işletmenin üretim kapasitesini etkin ve verimli bir biçimde kullanmamasından kaynaklanmış olabilmektedir. Bu kapsamda, şirketlerin üretim kapasitesini etkileyebilecek varlıklar olarak duran varlık kalemleri incelenmiştir. Birleşme öncesi edinen ve edinilen

şirketlerin duran varlıkları toplamı yaklaşık olarak 26.000.000TL civarındadır ve birleşme sonrası gerçekleşen ilk faaliyet yılı bilançosunda duran varlık tutarı yaklaşık olarak 40.000.000 TL. olarak yer almaktadır. Bu farklılığın sebebi araştırıldığında, artışın şerefiye ve yatırım amaçlı gayrimenkul kalemlerinde meydana gelen artışlardan kaynaklandığı görülmektedir. Şirketin birleşme sonrası satışlarında meydana gelen artışı etkileyen herhangi bir ekstra yatırım, yapılan incelemeler sonucunda gözlemlenmemiştir. Edinen işletmenin satışlarını kendi kapasitesi oranında gerçekleştiriyor olması ve gelen talepleri karşılayabilmesi, birleşme sonrası artan kapasitesi ile edinilen işletmenin atıl kapasitesinin bir kısmını kullanması sonucu artmış olabileceğini düşündürmektedir. Varlıklarda anlamlı bir değişim olmamasına rağmen artan satışlar, birleşme öncesinde edinilen işletmenin kapasitesini yeterince kullanmadığı ve edinilen işletme açısından atıl bir kapasitenin varlığına işaret etmektedir. Ürün fiyatlarında önemli bir artışın olmaması da bu görüşü destekleyen bir başka bilgi olarak yer almaktadır. Şirketin ürün fiyat politikasında büyük bir değişimin olmaması satış gelirlerinin satış fiyatına bağlı olmaksızın üretim miktarına bağlı olabileceğini işaret etmektedir.

Birleşmenin, yapılan araştırma ile işletmenin pazar payının ve satışlarının artmasını sağlayarak işletmeye değer kattığı görülmektedir. Her ne kadar şirketin birleşme sonrası üretim kapasitesi ile ilgili detaylı bilgilere ulaşılamasa da duran varlıklar ve satışlar üzerinden yapılan inceleme şirketin birleşme sonrasında edinilen şirketin kullanılmayan kapasitesini kullanmaya başladığını ve kapasite artışını gerçekleştirdiğini göstermektedir.

Uygulama sonuçları değerlendirildiğinde, birleşme ile şirketin maliyet avantajını sağlamak dışında yatay birleşmelerle hedeflenen amaçları büyük ölçüde sağladığı görülmektedir. Sonuç olarak, söz konusu birleşmenin alım sürecinde ödenen fiyat kapsamında başarısız olduğu fakat birleşme sonrasında beklentilerin büyük ölçüde karşılanmış olması nedeniyle birleşmenin başarıyla sonuçlandığı ifade edilebilmektedir.

SONUÇ

Ekonomik gelişmeler ve teknolojik ilerlemelerle sürekli değişen, karmaşıklaşan ortamın yanı sıra sınırların kalkması ya da çok geçirgen hale gelmesi, küreselleşmenin etkileri sonucunda artan rekabet ve karşılaşılan risk düzeyinin yüksekliği maliyetlerin düşürülmesini, farklılaşmayı ve hızlı hareket etmeyi zorunlu kılmaktadır. Özellikle kaynaklara ve pazarlara erişimi kolaylaştırmanın yanı sıra kaynakların elde edilmesi sürecinde karşılaşılan işlem maliyetlerinin düşürme arayışı, birçok işletme için büyüme stratejilerinin önemini arttırmaktadır. Şirketlerin bu değişimlere çabuk adapte olmaları, rekabet içerisinde oldukları şirketlere karşı avantaj sağlayabilmeleri açısından büyüme stratejilerinin gerçekleştirilmesi oldukça önemli bir hal almaktadır. Bu noktada büyüme stratejileri arasında yer alan şirket birleşmeleri, şirketlerin kendi iç kaynakları ile büyümelerine oranla daha hızlı ve güvenli olması sebebiyle ön plana çıkmaktadır ve gün geçtikçe de daha stratejik bir önem kazanmaktadır.

Maliyetleri düşürme, pazar payını arttırma ve pazarlarda hızlı hareket etme, pazarlara girişteki engelleri aşma, yasal sınırlamalardan kaçma, vergi avantajlarından yararlanma, yatırım boyutu ve işletme sermayesi temelinde finansal nedenler, teknoloji transferi ile teknolojik değişimlere hızlıca ve düşük maliyetle uyum sağlamak, düşük değerlenmiş varlıkları elde etmek, farklılaştırma ve çeşitlendirme, belirsizliği azaltma ve riskten kaçınma, yönetici davranışları ve bir araya gelmenin oluşturacağı, ortaya çıkaracağı sinerjilerden yararlanma gibi birçok amaç doğrultusunda gerçekleştirilen birleşmeler, şirketlere rekabette üstünlük sağlama veya pozisyonlarını koruma imkanı sağlamaktadır. Bu amaçlar kapsamında ürün ve pazar temelinde çeşitlenen birleşmeler, şirketlere türleri ve amaçları çerçevesinde farklı avantajlar yaratmaktadır.

Şirket birleşmelerinin öneminin artması ile birlikte birleşmelerin başarıyla gerçekleştirilmesinin ve bu temelde şirket değerlemesinin de önemi artmaktadır. Şirketlerin, kâr odaklı oluşları, birleşme stratejisi ile sağlamak istedikleri yararların

parasal olarak bir karşılığının olması ve fiyat ile değer arasında oluşacak ayrımın alınacak birleşme kararında etkili olması değerlemeyi birleşme sürecinin önemli bir parçası yapmaktadır. Beklenen getirinin ya da birleşme ile elde edilmesi beklenen yararların, bu süreçte yüklenen maliyetlerden ve ödemelerden fazla olması beklenmektedir. Bunların yapılamaması şirketin zarar etmesine hatta birleşmenin büyüklüğüne bağlı olarak şirket adına çok büyük olumsuzluklarla karşılaşılmasına sebep olabilmektedir.

Bu noktada şirketlerin, birleşme ile elde etmeyi bekledikleri getirilerin ve şirketleri birleşmeye yönlendiren nedenlerin doğru belirlenmesi ve sürecin bu temel üzerine inşa edilmesi gerekmektedir. Amaç ve beklentiler ekseninde belirlenecek birleşme türü ve değerleme yöntemi sürecin daha olumlu ilerlemesine imkan vermektedir. Şirketlerin birleşmeden beklentileri, birleşme açısından, birleşmenin şekli açısından önemli olduğu kadar değerlemede kullanılacak yönteme de şekil vermektedir.

Şirket değerlemesi bir süreci ifade etmektedir ve bu süreç içerisinde bazı tahminleri ve değerlemeyi yapan kişinin varsayımlarını barındırmaktadır. Tahmin ve varsayımların bilimsel bir temele oturtulması gerekmektedir. Bu durumla birlikte ekonomik göstergeler, şirketlerin durumları, sektör yapısı gibi değişen birçok etmenin varlığı tahminlerin ve varsayımların değişmesine veya geçersiz bir hal almasına sebep olabilmektedir. Bu durum, değerlemenin geçmiş verilerden de yararlanılarak, beklentiler ve geleceğe yönelik hesaplamalar ile şekillenmesi nedeniyle, sürecin değişmez bir parçasıdır. Bu nedenle değerleme, kesin bir sonuç ortaya koymamakta, bununla birlikte şirketlere yol gösterici bir nitelik taşımaktadır.

Sonucun kesin olmaması ile birlikte değerleme süreci önem kazanmaktadır. Şirketlerin mevcut rekabet ortamlarında şirket değerlemesi sürecini doğru anlamaları, ilerleyen dönemlerde şirkete değer yaratan kararlar alabilmeleri ve stratejilerini bu kararlara göre belirlemeleri açısından önem kazanmaktadır.

Değerlemede kullanılacak yöntem, amaçlar ve beklentiler çerçevesinde belirlendikten sonra birleşme kararının verilebilmesi için kritik öneme sahip olan,

edinilecek şirketin değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Edinilecek şirkete ait bilgiler ne kadar çok ise değerleme de o kadar doğru tahmin ve varsayımlara göre şekilleneceğinden, değerlemenin başarı yüzdesi artış gösterecektir. Şirketler bilgilerini paylaşma eğilimi göstermeyebilmektedir veya kararı etkilemek için yanıltıcı bilgiler sunmayı tercih edebilmektedir. Bu nedenle halka açık şirketlerin değerlemesi, halka açık olmayan şirketlere göre daha çok bilginin elde edilebilmesi açısından, daha sağlıklı sonuçlar verebilmektedir.

Edinilecek şirketin değerinin belirlenmesi ile birlikte istenilen fiyatın veya pazarlıklar sonucunda oluşacak fiyatın karşılaştırılması ile birleşme kararı alınmaktadır. Bu noktada değer kavramı önem kazanmaktadır. Çünkü değer herkes için farklı bir anlam ifade etmektedir. Şirketlerin düşüncelerine, amaçlarına, politikalarına göre değişkenlik göstermektedir. Bir işletme için değersiz olabilecek bir şirket veya varlık, başka bir işletme açısından kritik bir öneme sahip olabilmektedir. Şirketlerin amaçları doğrultusunda bu önemin, şirkete bugün veya gelecekte parasal bir getirisinin olması gerektiği unutulmamalıdır.

Bu aşamada edinilecek şirketin, edinen işletmeye ne gibi yararlar sağlayacağı ve bu yararların parasal olarak geri dönüşlerinin saptanması gerekmektedir. Edinilecek şirketin geçmiş verileri ele alınarak ve şirketi dolaylı ve doğrudan etkileyen durumlar araştırılarak yapılacak bir değerleme, edinen şirkete fiyat değer kıyaslaması açısından yol gösterici bir sonuç verecektir.

Edinilecek şirketin fiyatının, belirlenen değerden yüksek olması birleşme kararını olumsuz etkileyecektir. Tam tersi bir durumda edinilecek şirketin fiyatının, belirlenen değerden düşük olması birleşme kararının verilmesinde olumlu bir etki yapacaktır. Bu noktada değerlemenin bir süreç olduğu ve kesin sonuç ifade etmediğini tekrardan vurgulamak gerekmektedir. Değerlemenin şirketin gelecek beklentilerine göre şekillenmesi ve şirketlerin bekledikleri yararları iyi analiz etmeleri sonucunda ikinci bir değerleme alınacak karar açısından önem taşımaktadır. Edinilecek şirketin kendi iç dinamikleri ile değerlemesinin yapılmasının yanı sıra, sinerji etkisinin dikkate alınması faydalı olacaktır. Sinerji etkisi iki unsurun,

birleşmeleri sonucunda elde edecekleri getirinin, tek başlarına elde edebilecekleri getiri toplamından daha büyük olacağını ifade etmektedir.

Ölçek ve kapsam ekonomileri, pazarlama ve stratejik kazançlar, pazar gücü, artan işletme verimliliği gibi unsurlar dikkate alınarak sinerji etkisi göz ardı edilmemelidir.

Edinilecek şirketin değerlemesinin yapılması ile birlikte, gerçekleşecek birleşme ile şirketin elde etmeyi planladığı getiriler, gelecek dönemlerde sağlayacağı yararlar, sektörde elde edeceği konum vb. durumlar çerçevesinde edinen şirketin beklediği durumları ele alarak kendi şirketini değerlemesi, hem ikinci bir yol gösterici nitelik taşıması açısından hem de beklentileri daha doğru ifade edebilmesi açısından önem kazanmaktadır.

Örneğin edinilecek şirketin değerinin, belirlenen fiyatından düşük olması sonucunda edinecek şirket birleşme kararından vazgeçebilecektir. Birleşmenin gerçekleşmesi durumunda, artacak pazar payı, verimlilik, dağıtım kanallarının etkin kullanımı gibi durumların şirkete katacağı değer, istenilen fiyatın çok daha üstünde olabilecekken, edinilecek şirket için belirlenen değer sonucunda vazgeçilen bir birleşme, işletmenin rekabette sağlayacağı avantajı kaybetmesine, eline gelen fırsatı değerlendirememesine sebep olacaktır.

Edinilecek şirkete ait bir değerleme ile birlikte, şirketin mevcut durumuna ve birleşme sonrası beklediği getiriler ile birleşme sonrası konumuna göre yapacağı değerleme, birleşme sürecinde şirketin daha doğru kararlar almasını sağlayacaktır. Şirketin mevcut durumu ile birleşme sonrası oluşacak durumu arasındaki fark yaratılacak değeri ifade edecektir.

Birleşmeler, şirketlerin bugün ve gelecekte sağlamayı planladıkları parasal geri dönüşü olan beklentiler temelinde gerçekleşmektedir. Bu nedenle sonuçların finansal açıdan irdelenmesi, beklenen etkinin gerçekleşip gerçekleşmediğinin görülmesine olanak tanımaktadır. Bu durumla birlikte sürecin doğru anlaşılması, işletmenin alacağı kararlarda işletmeye yarar sağlayacak ve daha doğru değerlendirme

yapmasına olanak tanıyacaktır. Sonuçların analizi ile birlikte değer yaratan unsurların ve değere etki eden durumların anlaşılması, değer yaratma yönelik çalışmaların önem kazandığı günümüzde, şirketlere rekabet ortamında avantaj sağlayacaktır.

Bu çalışmada, birleşme stratejilerinin tanımı, önemi, nedenleri, türleri, gelişme süreci incelendikten sonra değerleme konusu hakkında temel bilgilere yer verilmiştir. Çalışmada incelenen birleşme işleminde edinen ve edinilecek şirketin ayrı ayrı hesaplanan değerleri toplamı ile birleştikten sonra oluşan değer arasında farklılık incelenmiştir. Bu durum çalışmanın kuramsal kısmında yer alan bilgilerle ve birleşme beklentileri ile uyumludur. Edinilecek şirketin değeri ile şirketin birleşme sonucunda elde ettiği değer farklılığının olumlu yönde olması birleşmenin en önemli nedenini oluşturmaktadır. Bu çalışmanın uygulama bölümünde birleşmenin finansal açıdan incelenmesi sonucunda bu farklılıklar gözlemlenmiş ve irdelenmiştir.

Çalışmada ele alınan birleşme işleminin finansal açıdan irdelenmesi sonucunda şirketlerin, rekabetin yoğunlaştığı günümüzde önemi gün geçtikçe artan birleşmelerden elde etmeyi bekledikleri yararların finansal geri dönüşleri incelenmiş ve süreç analiz edilmiştir. Bu süreçte yapılan değerlemeler ve çıkan sonuçlar ile birlikte birleşmenin, edinen işletme açısından başarılı olduğu ve yatay birleşme türü olarak amaçlarına büyük çoğunlukla ulaştığı gözlemlenmiştir.

Araştırma sonuçları ile ilgili değerleme yapılırken, alınacak birleşme kararında birleşme sonrası ortaya çıkan şirketin değerlemesi üzerinde, değerlemenin sadece edinilecek şirketin değerlemesi temelinde yapılmasının, sinerji etkisinin göz ardı edilmesi nedeniyle birleşme kararı üzerinde olumsuz bir etki yapabileceği konusunda önemli bir eksiklik ya da sorun bulunduğu gözlemlenmiştir. Birleşmelerin temel faydalarından biri olan sinerji etkisinin dikkate alınarak, şirketin gelecekte yaratacağı nakitleri temel alan değerleme modelleri ile yapılacak değerlemelerin, alınacak birleşme kararlarında şirketlere daha faydalı olabileceği ve oluşabilecek fırsatları şirketlerin daha net görebilmelerine imkan sağlayacağı düşüncesi bu konuda ayrıca çalışmalar yapılması gereğine işaret etmektedir. Birleşme sürecinde yer alan şirketlerin, edinilecek şirketin değerlemesi ile birlikte beklentileri ve birleşme sonrası

pazar konumlarını da göz önüne alarak yaratılacak değeri bulmaları, alacakları kararlarda fayda sağlayacaktır.

Birleşme sürecinde birleşilecek ya da satın alınacak şirketler, bu şirketlerin değerleri ve bu şirketlere atfedilen fiyat birleşme kararını olumlu yönde etkilemekte ve birleşmelerin başarısını gösteren göstergelerden biri olarak kullanılmaktadır. Günümüzde edinilen şirketin değeri ile ödenen fiyat arasındaki olumlu fark birleşme işlemin başarısını gösterirken ortaya çıkan değer gözden kaçırılmaktadır. Bu yapıldığında birleşme sürecinin ilk aşamasında edinilecek şirketin değerinin üstünde istenilen bir fiyatın, olumsuz karara yol açması önlenebilecek, birleşme sonrası oluşacak şirketin yaratacağı değere göre yeniden gözden geçirilmesi sağlanabilecektir. Bu şekilde istenilen fiyatın birleşme sonucunda beklenilen değer artışı ile ilişkilendirilmesi olanaklı olacaktır.

Çalışmamız, değerleme konusunda yazılmış çalışmaların eksikliğini giderme amacı arayışına bir ölçüde karşılık vermiş, bir büyüme stratejisi olarak birleşmenin yazında yer alan çalışmalarda işaret edildiği gibi olumlu sonuçlara yol açtığını ve değerlemenin bu sonuçları belirlemedeki önemini göstermiş, ulaştığı sonuçlar itibarı ile birleşmelerin uygun şekillerde gerçekleştirilebilmesi için bir temel oluşturmuş ve birleşmeye yönelik arayışı teşvik edici bir sonuca ulaşmıştır. Çalışma, birleşme sonrası ortaya çıkan değerin yüksekliği temelinde değerleme yöntemlerinin gözden geçirilmesi gereğine ve bu konuda çalışmaların derinleştirilmesi gereğine dikkat çekmiştir. Farklı yöntemler ve birleşme türleri açısından yapılacak çalışmalar literatüre derinlik kazandıracaktır. Çalışmanın bu yönleriyle gerçekleştirilme amacını bir ölçüde yerine getirdiği düşünülmekte ise de bu konuda daha fazla çalışma yapılması gerektiği açıktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akay, Hüseyin (1997). İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi. İstanbul: Türkmen Kitabevi

Apak, Sudi, Engin Demirel (2013). Finansal Yönetim Sermaye Piyasaları. İatanbul: Papatya Yayıncılık

Apan, Mehmet (2015). "İşletme Sermayesi Yönetimi" Finansal Yönetim: Haz./Ed Feridun Kaya. Finansal Yönetim. İstanbul:Beta, 211-217.

Ataman, Ümit, Halil Kibar (1999). Hisse Senetlerini Gerçek Değerinin Hesaplanması. İstanbul: Türkmen Kitabevi

Auerbach, Alan J., David Reishus (1987). The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions. Cambridge: National Bureau of Economic Reseach

Aydın, Nurhan, Mehmet Başar, Metin Çoşkun (2007). Finansal Yönetim. Eskişehir: Genç Copy Center.

Aydın, Nurhan, Mehmet Başar, Metin Çoşkun (2010). Finansal Yönetim. Ankara: Detay Yayıncılık

Berk, Niyazi (2010). Finansal Yönetim. İstanbul: Türkmen Yayınevi

Bierman, Harold (2010). An Introduct,on to Accounting and Managerial Finance: A Merger of Equals. NJ: World Scientific

Black, Andrew, Philip Wright, John E. Bachman vd.(1998). Hissedar Değeri Arayışı. İstanbul: GLOBUS Dünya Basınevi

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus (2001). İşletme Finansının Temelleri (Çev. Ü.Bozhurt). İstanbul: Literatür Yayıncılık

Büker, Semih, Rıza Aşıkoğlu, Güven Sevil (2011). Finansal Yönetim. Ankara: Sözkesen Matbacılık

Carlton, Dennis W, Jeffrey M. Perloff (2000). Modern Industrial Organization, Third Edition. Boston:Addison Wesley

Ceylan, Ali, Turhan Korkmaz (2015). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Yayınevi

Copeland Thomas E., J.Fred Weston (2004). Financial Theory and Corporate Policy. Pearson

Çakıcı, Cemal (2008). Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı.İstanbul: Beta

Çelik, Orhan (1999). Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi. Ankara; Turhan Kitabevi Yayınları

Damodaran, Aswath (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset. New York: John Wiley & Sons

Demirkol, İsmet (2007). Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar. Ankara: Sermape Piyasası Kurulu

DePamphilis, Donald (2010). Mergers and Acquisitions Basics all You Need to Know. Amsterdam: Academic Press

Dodel, Kerstin (2012). Private Firm Valuation and Mand A : Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment. New Jersey: John Wiley&sons

Ercan, Metin Kamil, Başaran Öztürk, İlhan Küçükkaplan, E. Savaş Başçı, Kartal Demirgüneş (2006). Firma Değerlemesi "Banka Uygulaması". İstanbul: Literatür Yayınları

Ercan, Metin Kamil, Başaran Öztürk, İlhan Küçükkaplan, E. Savaş Başçı, Kartal Demirgüneş (2008) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi. Ankara: Gazi Yayınevi

Ercan, Metin Kamil, Ünsal Ban (2005). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim. Ankara: Gazi Kitabevi

Erdoğan, Muammer (2011). Finansal Yönetim. Ankara: Aktif Yayınevi

Feldman, Stanley J. (2005). Principles of Private Firm Valuation. New Jersey: John Wiley&sons

Gaughan, Patrick A. (2007). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 4th Edition. New Jersey: John Wiley&sons

Gökbel, Serpil A. (2004). "Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık"Şirket Birleşmeleri: Haz./Ed Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner. Şirket Birleşmeleri. İstanbul: Alfa Yayınları

Gregoriu, Greg N., Luc Renneboog (2007). International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis. Amsterdam: Academic Press.

Günay, Süleyman Gökhan (2015). Finansal Yönetim. Çanakkale: Paradigma Akademi

Gürbüz, A.Osman, Yakup Ergincan (2004). Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Gürsoy, Cudi Tuncer (2007). Finansal Yönetim İlkeleri. İstanbul: Doğuş Üniversitesi Yayınları

İçke, T. B. (2007), Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü, İstanbul, Derin Yayıncılık.

İvgen, Hünkar (2003). Hisse Senedi Yatırımcıları, analistler ve şirket yöneticileri için Şirket Değerleme. İstanbul: Finnet Yayınları

Kara, Hatice (2005). Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA (Economic Value Added) İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu

Karacan, Sami (2015). Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri. Kocaeli: Umuttepe Yayınevi

Karacan, Sami, Rahmi Uygun (2017). Finansal Tabloların TMS/TFRS'ye Uyumlu Hale Getirilmesi. Kocaeli: Umuttepe Yayınevi

Lipton, Martin (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, York University.

Mun, Jonathan (2002). Real Options Analysis Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions. New Jersey: John Wiley&sons

Okka, Osman (2013). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık

Sarıaslan, Halil, Cengiz Erol (2014). Finansal Yönetim Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler. Ankara: Siyasal Kitabevi

Sarıkamış, Cevat (2000). Sermaye Pazarları. İstanbul: Alfa Yayınları

Sarıkamış, Cevat (2003). Sermaye Pazarları. İstanbul: Alfa Basım Yayın

Sherman, Andrew J., Milledge A. Hart (2006). Merger & Acquisitions From A to Z. New York: Amacom

Sipahi, Barış, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk (2011). Şirket Değerleme Yaklaşımları. Ankara: Nobel Yayınevi

Şahözkan, Burak Cem (2003). Banka Birleşmeleri. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği

Tunçel Ahmet Kamil, Feyza Dereköy, Murat İldirir (2012). Finansal Yönetim. İstanbul: Kriter Yayımevi

Ülgen, H., S.K. Mirza (2007). İşletmelerde Stratejik Yönetim. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım.

Yörük, Nevin (2000). Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB'de Test Edilmesi. İstanbul, İstanbul Menkuy Kıymetler Borsası

Makaleler, Bildiriler, Diğer Basılı Yayınlar

Akdoğu, Evrim (2011). "Türkiye'de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo". Muhasebe Finansman Dergisi, (52), 137-152

Akyüz, Yılmaz (2013). "Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB'de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama".Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 18(2), 339-356

Alkan, Gönül, Erhan Demireli (2007). "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama". Dokuz Eylül Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9(2), 27-39

António, Martins (2013) "Small businesses, share buybacks, tax auditing and the use of valuation methods: An analysis of the Portuguese case", Journal of Applied Accounting Research, 14(1), 74-85

Apan, Mehmet (2015). "İşletme Sermayesi Yönetimi" Finansal Yönetim: Haz./Ed Feridun Kaya. Finansal Yönetim. İstanbul:Beta, 211-217.

Arvantis, Spyros, Tobias Stucki (2013). "The Impact of Venture Capital on the Persistance of Innovation Activities of Swiss Start-ups". Industrial and Corporate Change, 21(4), 1049-1084

Aydın, Nurhan (2004). "Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi" Şu kitapta: Haz/Ed Haluk Sümer, Helmut Pernsteinner.Şirket Birleşmeleri.İSTANBUL: Alfa Yayınları, 193-211

Aydın, Yavuz (2012). "Firma Değerleme Yöntemleri", Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1(1), 87-110

Bilir, H., İhsan Kulalı (2014)." İndirgenmiş nakit akış ve göreceli değerleme yöntemlerinin karşılaştırılması". Siyaset, ekonomi ve yönetim araştırmaları dergisi, 2 (2), 39-55

Calipha,Rachel, Shlomo Tarba, , David Brock (2010). "Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors". Şu kitapta: Haz/Ed Cary L. Cooper,

Sydney Finkelstein. Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 9). Emerald Group Publishing Limited, 1 - 24

Chullen, Alberto, Hannes Kaltenbrunner, Bernhard Schwetzler (2015). "Does consistency improve accuracy in multipl based valuation? ", Journal of Business Economics, 85(6), 635-662

Devos, Eric, Palani-Rajan Kadapakka, Srinivasan Krishnamurthy (2009). "How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies". Review of Financial Studies, 22(3) 1179-1211

Geyser, M., IE Lienberg (2003). "Creating a New Vluation Tool for South African Agricultural Co-operatives", Agrekon, 42(2), 106-115

Hatipoğlu M., Erol Yener (2013). "firma değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi: BIST Elektronik endeksinde bir uygulama". Eskişehir Osmangazi üniversitesi İİBF Dergisi, 8(3), 7-29

Kalı, Süleyman (2015). "Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli" Finansal Yönetim: Haz./Ed Feridun Kaya. Finansal Yönetim. İstanbul:Beta, 489-503

Kariuki, Beth W., L.A. Oyugi (2013). "Testing the Residual Income Valuation Model in a Nascent Stock Market: The Case of Nairobi Securities Exchange", International Journal of Business and Social Science, 4(10), 69-78

Kırlı, Mustafa (2005). "Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntem'nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değer'in Belirlenmesi". Yönetim ve Ekonomi, 12(2), 157-169

Kırlı, Mustafa (2006). "Halka Açık Olmayan Şirketlerde Sistematik Risk Ölçülü Beta Katsayısının Tahmin Edilmesi". Yönetim ve Ekonomi, 13(1), 121-134

Kiss, Anita (2015). "Implementatıon Of Corporate Valuatıon Technıques In Practıce", Annals of Faculty of Economics, 1(1), 831-838

Kulalı, İhsan, Hakan Bilir (2013). "Finansal Çarpanlara Dayalı Değerlemenin Temel Esasları". Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi, (27), 154-175

Nguyen, Han, Brain H. Kleiner (2003). "The Effective Management of Mergers". Leadership&Organization Development Journal, 24(8), 447-454.

Orsag, Silvije, and Kenneth G. McClure (2013). "Modified net present value as a useful tool for synergy valuation in business combinations". UTMS Journal of Economics, 4(2): 71–77

Öndeş, Turan (2007). "Finansal Sinerji - KOBI'lere Ortaklık Önerisi". EKEV Akademi Dergisi, 11(30), 299-310.

Öztürk, Tülay Yazar (2015). "Sermaye Maliyeti ve Sermaye Yapısı" Finansal Yönetim: Haz./Ed Feridun Kaya. Finansal Yönetim.Beta: İstanbul, 189-207

Perek, Ali Atilla, Seda Perek (2012). "Rsidual Income Versus Discounted Cash Flow Valuation Models: An Empirical Study", Accounting&Taxation, 4(2), 57-64

Reis, Pedro M. Nogueira, Mário Gomes Augusto (2013). "The Terminal Value (TV) Performing in Firm Valuation: The Gap of Literature and Research Agenda", Journal of Modern Accounting and Auditing, 9(12), 1622-1636

Schuster, Peter, Mel Jameson (2003), "The Past Performance and Future Value of Companies", Management Accounting Quarterly, 4(4), 41-52

Tanure, Betania,Vera L Cançado, Roberto Gonzalez Duarte vd. (2009). "The role of national culture in mergers and acquisitions". Latin American Business Review, 10(2-3), 135-159

Topal, Yusuf (2008). " Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki ilişki İMKB İmalat İşletmelerinde Örnek". Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13(2), 249-261

Toraman, Cengiz, Mehmet Körpi (2015). "Firma Değerinin Piyasa Çarpanları ile Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayii Sektöründe Bir Uygulama", Muhasebe ve Finansman Dergisi,66,41-56

Ünlü, Ulaş (2014). "Yatırımın Nakit Karlılığı (CFROI) ve Nakit Katma Değer (CVA) Yöntemi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama", Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 9(2), 169-184