

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELERDE TÜMDEĞERLEME
(Doktora Tezi)

Emre BURÇKİN

İstanbul, 1984

İ Ç İ N D E K İ L E R

	<u>Sayfa No.</u>
0- GİRİŞ	1
1- KONU İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	3
10- İŞLETME VE KURUM	3
100- İşletme	3
101- Kurum	3
11- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER	4
12- DEĞER VE FİYAT	5
120- Değer	5
121- Fiyat	6
122- Değer ve Fiyat Arasındaki İlişki	6
13- ÇEŞİTLİ YÖNLERDEN DEĞERLEME	7
130- İşletme Ekonomisinde Değerleme	7
1300- Değerleme Ölçekleri	8
131- Ticaret Hukukunda Değerleme	10
1310- Değerleme Ölçekleri	12
132- Vergi Hukukunda Değerleme	13
1320- Değerleme Ölçekleri	14
14- TÜMDEĞERLEME	15
2- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER	17
20- GENEL AÇIKLAMA	17
21- TARİHSEL GELİŞİM	17
22- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞME NEDENLERİ	20
220- Büyüme	24

	<u>Sayfa No.</u>
2200- Büyüme Yararları	25
2201- Büyüme Yönleri	26
2202- Büyüme Türleri	28
23- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞME TÜRLERİ	31
24- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELERDE MUHASEBE	34
240- Muhasebe Kavramı	34
241- Muhasebe Yöntemleri	36
2410- Çıkar Birleşmesi Yöntemi	37
2411- Satınalma Yöntemi	40
2412- Yöntemler Arası Farklılıklar	42
2413- Yöntemlerle İlgili Karşılaştırmalı Bir Örnek	43
25- TÜRKİYE'DE YÜRÜRLÜKTEKİ YASALAR KARŞISINDA İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER	47
250- Ticaret Yasasında Birleşmeler	47
2500- Genel Açıklama	47
2501- İlkeler	49
251- Vergi Yasalarında Birleşmeler	52
2510- Kurumlar Vergisi Yasasında	52
2511- Gelir Vergisi Yasasında	68
3- TÜMDEĞERLEME YÖNTEMLERİ	71
30- KÂRI TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	72
300- Yıllar İtibariyle Değişken Kârların Bugünkü Değeri Yöntemi	72
3000- Yöntemin Açıklanması	72
3001- Yöntemin Uygulanması	77
3002- Yöntemle İlgili Bir Örnek	85
301- Yıllar İtibariyle Sabit Kârın Peşin Değeri Yöntemi	87
3010- Yöntemin Açıklanması	87
3011- Yöntemin Uygulanması	89
3012- Yöntemle İlgili Bir Örnek	90

	<u>Sayfa No.</u>
302- Yöntemlerle İlgili Eleştiriler	92
31- ÜZVARLIKLARI TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	93
310- Özvarlık Değeri Yöntemi	94
3100- Yöntemin Açıklanması	94
3101- Yöntemin Uygulanması	95
3102- Yöntemle İlgili Bir Örnek	98
311- Yeniden Değerlenen Özvarlık Değeri Yöntemi	101
3110- Yöntemin Açıklanması	101
3111- Yöntemin Uygulanması	102
3112- Yöntemle İlgili Bir Örnek	107
312- Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi ...	110
3120- Yöntemin Açıklanması	110
3121- Yöntemin Uygulanması	114
3122- Yöntemle İlgili Bir Örnek	126
313- Özvarlıklarla İlgili Yöntemlerin Eleştirisi	131
32- ÜZVARLIKLARI VE KÂRI BİRLİKTE TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMİ	132
320- Berlin Yöntemi	133
3200- Yöntemin Açıklanması	133
3201- Yöntemin Uygulanması	134
3202- Yöntemle İlgili Bir Örnek	134
321- Yöntemle İlgili Eleştiriler	134
33- ŞEREFİYE (GOODWILL)'Yİ TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMİ	135
330- Fazla Kârlar Yöntemi	137
3300- Yöntemin Açıklanması	137
3301- Yöntemin Uygulanması	139
3302- Yöntemle İlgili Bir Örnek	148

	<u>Sayfa No.</u>
331- Yöntemle İlgili Eleştiriler	149
34- TÜMDEĞERLEME İLE İLGİLİ BİR YÖNTEM ÖNERİSİ..	150
340- Genel Açıklama	150
341- Yöntemin Uygulanması	153
3410- Özvarlık Değeri	153
3411- Gelecek Normal Kârların Peşin Değeri	153
3412- Sınırlı Süreli Gelecek Fazla Veya Düşük Kârların Bugünkü Değeri ...	154
3413- Ağırlık Katsayısının Saptanması..	154
3414- Endüstri Kolu Genel Kârlılık Oranının Saptanması	156
3415- İskonto Oranının Seçimi	157
3416- Kapitalizasyon Oranının Seçimi ..	158
342- Yöntemle İlgili Bir Uygulama	159
3420- İşletmenin Tanıtılması	159
3421- İşletmenin Özvarlık Değeri	160
3422- İşletmenin Gelecek Normal Kârlarının Peşin Değeri	165
3423- İşletmenin Sınırlı Süreli Fazla Kârlarının Bugünkü Değeri	166
3424- Ağırlık Katsayısının Saptanması..	174
3425- Tümdeğerin Saptanması	174
4- SONUÇ	176
5- YARARLANILAN KAYNAKLAR	179
50- DİTAPLAR	179
51- MAKALELER	184
52- DİĞERLERİ	186

K I S A L T M A L A R

- a.g.e. : Adı geçen eser
- a.g.m. : Adı geçen makale
- AICPA : American Institute of Certified Public Accountants (Amerikan Yeminli Muhasipler Enstitüsü)
- A.P.B. : Accounting Principles Board (Muhasebe Prensipleri Kurulu)
- A.R.B. : Accounting Research Bulletin (Muhasebe Araştırma Bülteni)
- A.Ş. : Anonim Şirket
- Bkz. : Bakınız
- B.K. : Borçlar Kanunu
- Çev. : Çeviren
- Der. : Derleyen
- D.İ.E. : Devlet İstatistik Enstitüsü
- D.P.T. : Devlet Plânlama Teşkilâtı
- E.F.F.A.S. : European Federation of Financial Analysts Societies
- G.V.K. : Gelir Vergisi Kanunu
- I.A.S.C. : International Accounting Standards Committee
- K.V.K. : Kurumlar Vergisi Kanunu
- T.T.K. : Türk Ticaret Kanunu
- M. : Madde
- S. : Sayfa
- U.E.C. : L'Union Europeenne des Experts Comptables
- vb. : ve benzeri
- vd. : ve devamı
- V.U.K. : Vergi Usul Kanunu

0- GİRİŞ

İşletmeler, toplumu oluşturan bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak üzere kurulmuş, temel amaçları mal ve hizmet üretmek olan, ekonomik ve teknik birimlerdir.

Bu birimler, temel amaçları paralelinde çeşitli iç ve dış sebeplerle sürekli değişen dinamik bir ortam içinde gelişirler. İçinde bulunulan dinamik ortam işletme politikalarında amaçların daha etkin bir biçimde elde edilmesini sağlayıcı birçok olgunun ortaya çıkma nedenini oluşturmuştur. Bu olgulardan biri de işletmeler arası birleşmelerdir. Bir büyüme yolu olan olgu, işletmelerin büyük ölçekte faaliyette bulunmalarını sağlayarak, yeni olası yararlar elde etmelerine yardımcı olmaktadır.

Öte yandan dinamik ortam, işletme biliminin sürekli gelişmesini teşvik etmiş ve işletme politikası ile ilgili kararları daha akılcı bir düzeye ulaştırmıştır.

Değerleme olgusu da, işletme politikasında amaçlar doğrultusunda karara yönelik bir işlem, bir başka deyişle kararı oluşturan bir etken biçiminde belirmektedir. Tümdeğerleme olgusunun temelini oluşturan değer kavramının sübjektifliği, değişik tümdeğerlerin ortaya çıkmasına neden olmakta böylece de olgu, büyük ölçüde yapıldığı hedefe bağlı kalmaktadır.

Bu çalışmada, tümdeğerleme olgusunun hedefi, işletmeler arası birleşmelerdir. Tümdeğerleme olgusunun bu hedefi çerçevesinde, birleşmeye taraf olan işletmelerin objektif bir tümdeğeri belirlenmeye çalışılmıştır. Olgu, işletmelerin bireysel olarak ele alınmaları ile gerçekleştirilen biçimde incelenmiş, işletmelerin karşılaştırmalı olarak tümdeğerlemesi ise, kapsam dışı bırakılmıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölüm konu ile ilgili bazı temel kavramları içermektedir.

İkinci bölümde ise, işletmeler arası birleşmelerin tarihsel gelişimi, nedenleri ve ülkemizde yürürlükteki yasalar karşısındaki durumu, incelenmeye çalışılmıştır.

Üçüncü bölüm, tümdeğerleme olgusunun gerçekleştirilmesinde kullanılan yöntemleri içermektedir. İlgili yöntemler: konvansiyonel muhasebe, finansman ve işletme yapıtlarında rastlanılan genel kabul görmüş yaklaşımlardan oluşmaktadır. Bölümün son kısmında ise, öneri niteliğinde olan bir tümdeğerleme yöntemi geliştirilmeye çalışılmıştır. İlgili yöntemle, ülkemiz ekonomik ve sosyal koşulları altında birleşmeye taraf işletmelerin tümdeğerinin saptanması amaçlanmıştır.

Dördüncü ve son bölüm, sonuç bölümüdür.

1- KONU İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

10- İŞLETME VE KURUM

100- İşletme

Çağımız ekonomilerinde bireyler, ihtiyaçlarını başkaları tarafından üretilen veya temin edilen doyum araçları ile karşılamak durumundadırlar (1). Bireylerin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla üretim faaliyetlerinde bulunan ve bu faaliyetlere doğrudan doğruya veya dolaylı olarak katılan her ekonomik birime işletme denilmektedir (2). Bu anlamda, bir ekonomik birim olan işletme, başlıca iki özelliği içermektedir (3).

- Ekonomik mal ve hizmetler ortaya koyma amacı ile işlemekte bulunma,

- Ekonomik mal ve hizmetleri ortaya koymak için gerekli üretim faktörlerini bir arada bulundurma.

Bu iki özelliğin birleşmesi ile işletme adı verilen ekonomik birim ortaya çıkmaktadır.

İşletme yukarıda ele alınan en geniş tanımının yanı sıra, dar anlamda: "Üretim araçlarının belirli bir mal veya hizmetin ortaya konulması amacı ile plânlı bir biçimde organize edildiği teknik birim" (4) biçiminde de tanımlanmaktadır,

Bu iki tanımın sentezi olarak işletme: gerekli üretim faktörlerinin belirli bir yerde mal ve hizmet üretimi amacıyla plânlı biçimde organize edildiği teknik ve ekonomik bir birim, biçiminde tanımlanabilir.

101- Kurum

İşletme ile çoğu kez eş anlamda kullanılan, kurum kavramı mevcuttur. Kurum: Kişi yada kişilerin mal ve hizmet üre-

(1) MERİÇ, B. : Ticari ve malî bilançolarda, işletmeye dahil iktisadi kıymetlerde Değerleme, İstanbul, 1982, S. 6.

(2) YOZGAT, O. : Genel İşletme İktisadı, İstanbul, 1975, S. 2.

(3) OLUÇ, M. : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul, 1978, S. 4.

(4) OLUÇ, M. : a.g.e., S. 5.

timi ve bundan bir arttırım sağlama amacıyla bir sermaye koyarak, kurallara ve yasalara uygun bir biçimde oluşturdukları yasal ve ekonomik bir birimdir (5).

Tanımlarda belirtildiği gibi, işletme ve kurum farklı kavramlardır. Temel ayrılıkları, kurumun yasal ve ekonomik bir birim olması, işletmenin ise ekonomik ve teknik bir birim olmasıdır. İşletmenin amacı üretim, kurumun ise genelde kârdır (6). Bir başka deyişle, aynı şeyin değişik yönlerden görünüşüdür. Türk vergi hukukunda işletme ve kurum, kimi iktisat, işletme iktisadı, ticaret hukuku ve muhasebe yapıtlarında, müessese, firma, teşebbüs, ticaret evi, tüzel kişi, işletme gibi kavramlar birbirlerinin yerine kullanılmıştır (7). Bu çalışmada da işletme ve kurum aynı anlamda ele alınmışlardır.

11- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER

Konu, çalışmanın bir sonraki bölümünde ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılacağından, burada kavramın kısa bir tanımı ile yetinilmiştir.

Birleşme, işletmeler arasında üretim varlıklarının satın alınması, bir işletmenin bir başka işletmeyi tüm varlıkları ile devralması veya iki işletmenin beraberce yeni bir işletme meydana getirmeleri biçiminde tanımlanmaktadır (8).

(5) YAZICI, M. : İşletmelerde maloluşu hesaplama yöntemleri, İstanbul, 1977, S. 2.

(6) KAR, KURUM TANIMINDA "Bir Arttırım Sağlama" biçiminde açıklanmıştır.

(7) YAZICI, M. : a.g.e., S. 2-3.

(8) WYATT, Arthur, R.: A Critical Study of Accounting for Business Combinations, New York, 1964, S. 13.

12- DEĞER VE FİYAT

120- Değer

İnsanlar yaşamları boyunca ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çeşitli mal ve hizmetlerden yararlanmaktadır (9), İnsan ihtiyaçlarının sonsuzluğu karşısında mal ve hizmetlerin kıtlığı, bireyleri bunlardan yararlanırken, karşılaştırma, görece bir değer biçme zorunluğunda bırakmaktadır. Böylece değer, mal ve hizmetlerin karşılaştırılması sonucunda oluşmakta ve görece bir nitelik taşımaktadır (10).

İktisat ve işletme bilimlerinde değer ayrıntılı olarak incelenmiş ve iki yönü bulunduğu binlerce yıl önce Aristo tarafından ileri sürülmüştür. Günümüzde de aynen kabul edilen bu iki yön, değerın subjektif ve objektif olma niteliğine dayanmaktadır. Değerın subjektif yönü, kişisel faydasıyla ölçülmekte ve kullanım değeri olarak belirtilmektedir. Kullanım değeri, bireyin bir mal veya hizmete elde etmeyi düşündüğü fayda temelinde biçtiği değerdir (11). Örnek olarak, bir yatırımcının bir işletmeye, rekabeti yok etmek, yaygın müşteri potansiyeli edinmek veya işkolunda daimi lider olmak gibi arzularla, normalin üstünde değer biçmesi gösterilebilir. Kullanım değeri, kişiden kişiye, kişisel faydaya, arzulara göre değişmektedir. Bu nitelikleri ile de ekonomik değer konusu olamamaktadır (12).

Değerın objektif yönü, değişim değeridir. Mal ve hizmetlerin maliyetine dayanmaktadır. İşletme açısından değerın objektifleşmiş olması, başka deyişle maliyete dayanması gere-

(9) İnsan ihtiyaçlarının hiyerarşik bir sıra içinde olduğu kabul edilmektedir. A.H. Maslow insan ihtiyaçlarını aşağıdaki hiyerarşi içinde açıklamaktadır. 1) Temel ihtiyaçlar, 2) Güven ihtiyacı, 3) Sevgi ihtiyacı, 4) İtibar görme ihtiyacı, 5) Kişisel bütünlük ihtiyacı. Bkz. ŞENATALAR, F.: Personel Yönetimi ve Beşeri İlişkiler, İstanbul, 1975, S. 222-224.

(10) ZEYTİNOĞLU, E. : Genel Ekonomi, İstanbul, 1976, S. 108.

(11) LO MARTİRE, G. : Valutazione Dell' Azienda, Roma, 1981, S.21.

(12) LO MARTİRE, G. : a.g.e., S. 21.

kir (13). Piyasa mekanizmasının işleyişinden doğan ve değişimlerde konu olan ekonomik değer ise, değer bu yönüdür.

121- Fiyat

Değer, bir varlığın para birimi ile belirtilmiş tutarıdır (14). Para birimi ile belirleme olgusu mal ve hizmetlerin değerlemesinde bir ortak ölçü gerekliliği ortaya koymaktadır. Modern ekonomilerde bu ortak ölçü fiyattır. Mal ve hizmetler arasındaki göreliliğin bir belirtisidir (15).

Fiyat, zaman ve yer içinde büyük değişikliklere konu olabilen bir unsurdur. Bu nedenle, fiyatların oluşumu değişikliklere paralel olarak farklı bir görünüm olmakta ve oluşumu geniş ölçüde malların arz ve talebine bağlı kalmaktadır. Genellikle fiyat denildiği zaman belirli mal ve hizmetin belirli bir piyasadaki değerinin para ile ifadesi anlaşılmaktadır (16).

122- Değer ve Fiyat Arasındaki İlişki

Değer, alıcı ve satıcının piyasa ile ilgili yeterli bilgiye sahip oldukları ortamda, bir mal veya hizmet için anlaştıkları fiyattır (17). Tanımdan görüldüğü gibi fiyat, değişim değerinin parayla ifade edilmiş biçimidir. Mal ve hizmetlerle para arasında kurulan bir ilişkiyi yansıtmaktadır. Bu ilişki, alıcı ve satıcı arasında, değeri belirlemeye elverişli koşullarda kurulduğu zaman, objektif olarak fiyatı belirlemekte, objektif olarak belirlenen fiyat ise değişim değerini yansıtmaktadır. Subjektif etmenlerin şiddetli olduğu hallerde ise bu ilişki, kişisel faydaya dayalı kullanım değeri temelinde kurulmakta, bir başka deyişle fiyat kullanım değerini yansıtmaktadır.

(13) KESKİNOĞLU, S. : Genel İşletme Ekonomisi Dersleri, Cilt II, İstanbul, 1967, S. 11.

(14) KENNEDY, R.D. - Mc MULLEN, S.Y. : (Çev. A. Gönenli), Finansal Durum Tabloları, İstanbul, 1967, S. 51.

(15) ZEYTİNOĞLU, E. : a.g.e., S. 127.

(16) ZEYTİNOĞLU, E. : a.g.e., S. 127.

(17) MCCARTHY, G. - HEALY, R. : Valuing a Company, New York, 1971, S. 4

Gerçekte ise, tam rekabetin hakim olduğu piyasada değer fiyatla birleşir (18)

13- ÇEŞİTLİ YÖNLERDEN DEĞERLEME

Bireylerin yaşamları boyunca ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yararlandıkları kaynakların sınırlı olması, görece bir karşılaştırmayı zorunlu kılmaktadır. Bu zorunlu karşılaştırma, bireylerin temeli değere dayanan tercihlerini etkileyecek değerlendirme adı verilen tahmin veya takdir işlemiyle sonuçlanmaktadır (19).

Değerleme büyük ölçüde onu yapan kişi veya grupların yeteneğine, emre hazır araç ve gereçlere ve değerlemeyi yapanın içinde bulunduğu koşullara bağlı olmaktadır (20). Böylece değerlemenin tanımı, büyük ölçüde yapıldığı yöne bağlı kalmaktadır. Bu amaçla da daha açık tanımlar için, önce bu yönün kestirilmesi gerekmektedir (21).

130- İşletme Ekonomisinde Değerleme

İşletme ekonomisinde değer, açıklanma ve ölçülme özellikleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu nedenle değerlendirme, miktarlarla gösterilen varlıkların, para birimi ile ifadesi biçiminde tanımlanmıştır (22).

(18) RICHOU, M. : Panaroma Des Methodes Usuelles Devaluation Des Entreprises, 8th Congresse E.F.F.A.S., Paris, 1974, S. a₁

(19) Değerleme, büyük ölçüde seçilen amaçlarla ilgili karara, yönelik bir işlem olmakta ve kararı oluşturan etken biçiminde ortaya çıkmaktadır.
Bkz. GÜVENLİ, O. : Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi ve Değerlendirilmesi, İstanbul, 1979, S. 9.

(20) ATAMAN, Ü. : Hisse Senetlerinin Değerlemesi, İstanbul, 1974, S. 17.

(21) Değerleme Kavramının, Değerlendirme Kavramı İle Karıştırılmaması gerekir.
Değerleme : esas itibariyle değer biçmeyi, bir başka deyişle, değer ne olduğunu ortaya koymayı, ifade eder. Değerlendirme ise değer gerçekte olarak arttırılması anlamına gelmektedir. Bu durumda bir varlığın değerlendirilmesi, onun günün koşullarına göre kıymetinin ortaya konması, değerlendirilmesi ise yapılan birtakım işlemlerle değerinin arttırılması demektir.

(22) TOKAY, H. : İşletme İktisadı, Cilt I, Ankara, 1963, S. 161.
-ERLAÇIN, Ş. : İşletme Ekonomisi Cilt II, İzmir, 1964, S. 171.

Miktarca tespit objektif bir işlemdir. Ancak değer biçmenin subjektifliği, değerlendirme işleminde kullanılacak ölçeği şüpheli hale getirmektedir (23). Bir başka deyişle, bir varlığa değer biçmede edinme fiyatlarının kullanılması tarihi olduklarından anlamsız yerine konmaları halinde ödenecek fiyat ise sadece varsayımdan oluşmaktadır. Bu nedenle de varlığın, işletme ekonomisi açısından değeri askıdadır. Bu ancak tahmin ve takdir edilebilir bir değerdir (24).

1300- Değerleme Ölçekleri

İşletme ekonomisi ile ilgili kaynaklarda birçok değerlendirme ölçeklerine rastlanmaktadır. Ancak bazı kaynaklar işletme ekonomisinde iki temel değerlendirme ölçeğinin varlığını ileri sürmektedirler. Bu ölçekler edinme değeri ve yerine koyma değeri biçiminde tanımlanmış, bunların dayandığı temel ölçeğin ise piyasa değeri olduğu savunulmuştur (25).

Bu çalışmada, işletme ekonomisi yönünden, kaynaklarda rastlanan tüm değerlendirme ölçeklerine yer verilmeyecek, ancak konu içersinde kullanılan değerlendirme ölçekleri, burada veya kullanıldığı kısımda açıklanmaya çalışılacaktır.

a) Edinme değeri

Varlığın işletmenin tasarrufuna geçmesi durumunda aldığı değerdir (26). Değerin oluşumu satın alma veya üretim yoluyla gerçekleşmektedir. Satınalma piyasa değeri ile gerçekleştiğinden, bu değerle işletme varlıkları arasına katılan bir varlığın değeri, edinme değeri biçimine dönüşmüş olacaktır. Satın alma yoluyla oluşan değer, satınalma maliyeti, üretim yoluyla oluşan değer de üretim maliyeti biçiminde tanımlanır. Piyasa değerinden edinme değerine geçiş böylece tamamlanmış olacaktır. Ancak, zaman içinde edinme

(23) BATIREL, Ö.F. : Teoride ve Türk Vergi Sisteminde Değerleme, İstanbul, 1974, S. 6.

(24) ŞANVER, S. : İşletme Vergiciliği ve Türk Vergi Sistemi, İstanbul, 1968, S. 71.

(25) ŞANVER, S. : a.g.e., S. 72.

(26) BATIREL, Ö. F. : a.g.e., S. 7.

değerleri tarihi maliyete dönüşecek ve piyasa değerinden uzaklaşacaktır (27).

b) Yerine koyma değeri

Yerine koyma değeri işletme dışında düşünülmesi gereken bir değerdir. Bu değer belirlenmesi varsayıma dayanmaktadır (28). Bir başka deyişle, bir varlığın satılması veya değiştirilmesi düşünüldüğünde yerine konması için katlanılması gereken giderlerin tümü biçiminde açıklanabilir. Yerine koyma değeri, yerine konması plânlanan varlığın yeniden satın alınması veya yeniden üretilmesi ile olasıdır. Bu nedenle ortaya çıkan bu iki değer yeniden satın alma değeri ve yeniden üretim değeri olarak tanımlanmaktadır. Bu iki değer saptanması, gerçekte varlığın piyasa değerinin saptanması ile eş anlamlı olmaktadır. Ancak, piyasa değerinin belirlenmesi türdeş varlıklar için mümkün olmakta, duran varlıkların piyasa değerini bulmakta ise sorunlarla karşılaşmaktadır (29).

Daha önce belirtildiği gibi, bu iki ölçeğin dayandığı temel ölçek piyasa değeridir. Varlık, piyasa değeri ile satın alınmakta ve edinme değerine dönüşmektedir. Bir varlığın edinme değeri araştırıldığında, o varlığın o günkü piyasa değerine ulaşılmaktadır. Bir başka deyişle piyasa değeri, edinme ve yerine koyma değerleri arasında bir köprü oluşturmaktadır (30).

c) Tasfiye değeri (likidasyon değeri)

İşletme varlıklarının edinme değerlerinden, piyasa değerlerine geçmeleri, yani işletme dışına çıkmaları satış işlemi ile gerçekleşmektedir. Böylece bir başka değer türü; tasfi-

(27) Geçmişte girişilen faaliyetler sonunda katlanılmış ve defterlere işlenmiş maliyetlere tarihi maliyet denir. Bkz. ALTUĞ, O.: Maliyet Muhasebesi İlkeler ve Uygulamalar, İstanbul, 1982, S. 19.

(28) DURMUŞ, A. H. : Envanterde Değerleme ve Muhasebe İşlemleri, İstanbul, 1979, S. 11.

(29) ŞANVER, S. : a.g.e., S. 73.

(30) DURMUŞ, A. H. : a.g.e., S. 11.

ye değeri, ortaya çıkmaktadır (31). Tasfiye değeri, bir varlığın veya belirli bir varlık grubunun işletmeden ayrı olacak satılmaları halinde bulacakları değerdir (32).

Bir başka tanımda ise, işletme varlıklarının teker teker satılmaları halinde bulacakları değer biçiminde ele alınmaktadır (33). Tanımdan da görüldüğü gibi, satış işlemi piyasa değerine geçişte bir yol biçimindedir. Bu nedenle tasfiye değeri başlı başına bir değer yerine, piyasa değerinin bir başka ifadesi biçiminde gözlenmektedir.

d) Cari değer

Bir varlığın, para değerindeki değişmeler sonucunda cari para değeri ile takdir edilerek ifade edilmesi, o varlığın cari değerini ortaya koymaktadır. Cari para değeri ile ifade sonucunda elde edilen bu değer, varlığın piyasa değerine yakın olması gereklidir (35). Bir başka deyişle piyasa değerini aşmamalıdır (36). Ancak bilindiği gibi piyasa değeri, normal iş münasebetleri dolayısıyla elde edilebilen bir fiyattır (37). Cari değer ise, para değerindeki değişmeler ile takdir edilmekte, bu nedenle de daha subjektif bir özelliğe sahiptir. Cari değere ilişkin bu açıklamalar, ilgili değer piyasa değeri ile sınırlı olup bu değere yakın olması gerekliliğini ortaya koymakta bu da kanımızca ilgili değer piyasa değerinin bir başka ifadesi biçimindedir.

131- Ticaret Hukukunda Değerleme

Ticaret Hukukunun değerlendirme ile ilgili hükümleri, işletmenin elde ettiği kârların hesaplanmasında ve ilgililere

(31) BATIREL, Ö. F. : a.g.e., S. 8.

(32) WESTON, F. J.-BRIGHAM, E. F.: Managerial Finance, London, 1979, S. 425-426.

(33) GÖNENLİ, A. : İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 1976, S. 175.

(34) DURMUŞ, A. H. : a.g.e., S. 11.

-Çünkü satış işlemi sonucunda piyasa değeri oluşmaktadır.

(35) UMAN, N. : Yeniden Değerleme, İstanbul, 1983, S. 25.

(36) COLOMBİ, F. : "Strutture di Bilancio e Analisi Finanziaria. Vol, I, Roma, 1977, S. 14,

(37) KESKİNOĞLU, S. : a.g.e., S. 13.

bildirilişinde, üçüncü kişilerin çıkarlarını korumaktadır. T.T.K. ticari işlemleri düzenlediğinden bu koruma onun doğal bir sonucudur.

Bireysel işletmeler ve şahıs şirketleri değerlendirme ölçeklerini kullanmada, serbest bırakıldığı halde, sermaye şirketleri için, değerlendirme ölçeklerinden en alt değeri alma, zorunluğu konulmuştur. Bu yolla üçüncü şahısların şirketteki alacaklarının garantisini olan, sermayenin korunması prensibine, sadık kalınmıştır (38). T.T.K.'nin 75. maddesinde aktiflerin yüksek değerlemesini önlemek amacıyla, "bütün aktifler en çok bilanço gününde, işletme için haiz oldukları değer üzerinden kayıt olunur. Borsada kote edilen emtia ve kıymetlere o günün borsa rayicine göre ve tahsil edilmeyen veya ihtilâflı bulunanlar müstesna olmak üzere bütün alacaklarda itibari miktarlarına göre hesap edilir" biçiminde bir hüküm getirilmiştir. Öte yandan, pasiflerin az değerlemesini önlemek için de "bütün borçlar şarta bağlı ve vadeli olsalar bile itibari değer üzerinden hesaba geçirilirler" hükmü getirilmiştir. Her iki hükümde, yüksek değerlendirme ile kârı yüksek göstererek, sermayenin temettü biçiminde dağıtılmasına engel olmakta ve işletmeden alacaklı durumda olanlarla, kredi verecek alacak üçüncü kişileri korumaktadır (39).

T.T.K.'nin Anonim Şirketlerin hesapları ile ilgili hükümlerinde ise, sabit varlıkların en fazla maliyet değeri ile değerlendirilmesi zorunluğu getirilmiştir. (T.T.K. m. 460). Sabit varlıklar, değerleri, piyasada fiilen artmış olsalar bile maliyetlerinin üzerinde gösterilememektedirler (40). T.T.K.'nin 461. maddesi ise, stokların maliyet değeri ile değerlendirilmesini, ancak stokların maliyet değerleri bilanço gününde cari fiyattan fazla ise, o halde en fazla cari değer üzerinden

(38) ÖZASLAN, İ. : Muhasebenin Teknik Yapısı, İstanbul, 1980 S. 206.

(39) ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri, İstanbul, 1983, S. 65.

(40) ARSLANLI, H. : Anonim Şirketler, Anonim Şirketlerin Hesapları, 1961, S. 26.

bilânçoda gösterilebileceği hükme bağlanmıştır. Burada, ayrıca rayici olmayan kıymetli evrakında maliyet değerini aşmamak kaydıyla bilânçoda gösterilebileceği belirtilmiştir (T.T.K. m. 462).

T.T.K.'nun ilgili hükümlerinden çıkarılan sonuç, belirtilen bu varlıklar için edinme ve yerine koyma değeri diye iki ayrı değer mevcutiyeti halinde, sermaye şirketlerinin bu değerlerden küçük olanının seçme zorunluluğudur (41). Ancak aynı kanunun 458. maddesi ise işletmenin işlerinin devamlı gelişimi ve istikrarlı kâr dağıtımının sağlanması açısından, aktiflerin bilânço günündeki değerlerinden daha düşük bir değerle değerlendirilmesine izin tanınmış, bir başka deyişle gizli yedek ayırmasına olanak verilmiştir.

1310- Değerleme Ölçekleri

T.T.K.'nda değerlendirme ölçekleri, borsa rayici, itibari değer, maliyet değeri ve cari değer olmak üzere dört tane-
dir (42).

a) Borsa rayici: Borsada kote edilen emtia ve kıymetler o günün borsa rayicine göre hesab edilir. (T.T.K. m. 75).

b) İtibari değer: "..... hususiyle bütün borçlar, şarta bağlı veya vadeli olsa bile, itibari değerleri üzerinden hesaba geçirilir. Bütün alacaklar itibar miktarlarına göre hesab edilir" (T.T.K. m. 75).

c) Maliyet değeri: "Hammaddeler işlenmiş ve yarı işlenmiş eşya, emtia ve satılık diğer mallar en fazla maliyet değerleri üzerinden bilânçoya geçirilebilir" (T.T.K. m. 461). "Borsada rayici olmayan kıymetli evrak, faiz, temettü gibi gelirler ve kıymetlerinde herhangi bir azalma nazara alınmak suretiyle ve maliyet kıymetlerine geçmemek üzere bilânçoya

(41) DURMUŞ A. H. : a.g.e., S. 13.

(42) T.T.K. m. 464'de "Şirket tarafından çıkarılan tahviller itfa değeri üzerinden tek bir rakam olarak pasif tablosuna geçirilebilir..." denilmektedir. İtfa değeri, itibari değer ile eş anlamlı olduğundan dört ana ölçeğe dahil edilmemiştir.

Bkz. ATAMAN, Ü.: Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, S. 66.

kaydolunur (T.T.K. m. 462).

d) Cari fiyat: "..... malların maliyet değeri cari fiyattan, fazla ise bunlar bilânçoya en fazla cari değer üzerinden geçirilir (T.T.K. m. 461) (43).

132- Vergi Hukukunda Değerleme

Vergi hukukunda değerleme, ekonomik varlıkların vergi matrahının belirlenmesi, parasal bir değer biçme işlemidir. Genelde, servet üzerinden alınan vergiler için, parasal bir değer tayin edilmesi zorunludur (44). Bu özellik, vergiye tabî kârlarını oluşturacak net değer artışını, öz sermayelerini karşılaştırmak yolu ile hesaplayan işletmeler yönünden daha önemli olmaktadır. Çünkü, net değer artışının bulunması, aktif toplamından, borçların düşülerek bir karşılaştırma yapılması, demektir. Bu da ancak, varlık ve borçların uygun bir biçimde değerlendirilmesi ile olasıdır. Değerleme, vergi hukuku açısından böylece iki yönden önem kazanmıştır. Birinci olarak, servetlerin, ikinci olarak işletmelerin dönem kârlarının vergilendirilmesi, vergi hukukunda değerleme sorununu ortaya çıkarmıştır (45).

Vergi sisteminde, vergi matrahlarının belirlenmesi için ekonomik varlıkların değerlemesinde kullanılan çok çeşitli ölçekler bulunmaktadır. Ancak aşağıda sadece V.U.K.'nda ele alınan temel ölçekler tanımlanmaya çalışılmıştır (46).

(43) Burada cari fiyat, piyasa değeri anlamındadır.

(44) BATIREL, Ü. F. : a.g.e., S. 13.

(45) BATIREL, Ü. F. : a.g.e., S. 13.

(46) Yukarıda ele alınan ölçeklerin dışında vergi yasalarında yer alan çeşitli değerleme ölçeklerinden bazıları şunlardır: Bir yıllık kira bedeli, iktisap maliyeti, emsal değeri, emsal kira bedeli emsal satış bedeli, fiili satış fiyatı, mahallindeki kıymet, muamele değeri, normal fiyat, ortalama perakende fiyatı, rayiç değer, rayiç bedel, servet değeri, takdir edilecek bedel, takdir olunacak kıymet, tapu siciline kaydedilen değer, ticaret mahkemesince tayin olunan değer, gerçek bedel, tahmini değer, kayıtlı değer, yazılı bedel v.b.

1320- Değerleme Ölçekleri

Vergi Usul Kanununda değerlendirme ölçekleri:

- Maliyet bedeli,
- Borsa rayici,
- Tasarruf değeri,
- Mukayyet değer,
- İtibari değer,
- Vergi değeri,
- Emsal bedeli ve ücreti, olmak üzere yedi tanedir.

Yasada bu temel değerlendirme ölçekleri ayrı ayrı tanımlanmıştır.

a) Maliyet bedeli: Bir ekonomik varlığın iktisap edilmesi, veyahut değerinin arttırılması nedeniyle yapılan ödemelerde, bunların eklentisi niteliğindeki tüm giderlerin toplamını ifade etmektedir.

b) Borsa rayici: Borsa rayici, değerlemeye konu olan iktisadi kıymetin değerlendirme günündeki borsa fiyatıdır.

c) Tasarruf değeri: Tasarruf değeri, değerlemeye konu olan iktisadi kıymetin sahibi için değerlendirme günündeki arz ettiği değerdir.

d) Mukayyet değer: Mukayyet değer, değerlemeye konu olan iktisadi kıymetin defter kayıtlarında gösterilen değerdir.

e) İtibari değer: İtibari değer her çeşit senetlerle, hisse senetleri ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değerdir.

f) Vergi değeri: Bina ve arazinin rayiç bedelidir.

g) Emsal bedeli ve ücreti: Emsal bedeli, gerçek bedeli olmayan bilinmeyen, yada doğru olarak tespit edilemeyen bir malın, değerlendirme gününde satılması halinde emsaline nazaran sahip olacağı değerdir.

14- TUMDEĞERLEME

Bu aşamaya kadar ele alınan değerleme olgusu, işletmenin yapısını oluşturan varlık unsurlarının teker teker değerlendirilmesine ilişkin ölçükleri kapsamaktadır.

İşletme biliminin sürekli gelişmesi, işletme politikası ile ilgili kararları daha akılcı bir düzeye ulaştırmakta, böylece de değerlendirme uygulaması çeşitli yönlerde gelişmektedir. İşletmenin satışı, işletmeler arası birleşmeler, işletmeye yeni ortak alınması veya eski ortağın ayrılması, pay senetlerine değer takdir edilmesi, işletmenin sigorta değerinin hesaplanması, işletmenin mirasçılar arasında bölünmesi, kamu maliyesi açısından vergi denetlenmesi gibi durumlarda işletmeye tümüyle değer biçmek sözkonusu olmaktadır (47).

Tümdeğerleme olarak tanımlanan bu değerlendirme olgusu somut açıdan ekonomik bir birime ait olan varlık ve hakların uyumlu bir biçimde değerlendirilmesine yöneliktir. Çoğu kez, elde edilmek istenen bu değer, işletmenin belli bir amaca tahsis ederek semerelendirildiği özvarlıkların toplam değeri ile karşılaştırılmaktadır (48).

Öte yandan, işletmelerin değerlendirme gününde ortaya koydukları bilançolarda gözükten toplam özvarlık değerleri de, gerçek bir özvarlık düzeyini belirtmemektedir. Çünkü, teker, teker varlık bölümlerinin değerleri, bilançoda o günkü değerlerinden daha düşük olarak görünmekte bu olgu da gizli yedeklerin oluşmasına neden olmaktadır (49). Bir diğer yandan ise,

-
- (47) YÜKSEL, A.S. : Parabolma ve Yatırım, İstanbul, 1982, S. 10.
- YAZICI, M. : Bilanço Kuramları ve Çözümlemeleri, İstanbul, 1976, S. 129.
- IRWING, J. O. : Valuation of a Closely Held Corporation, The Journal of Accountancy, August 1969, S. 35-36.
- (48) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : La Valutazione Delle Aziende, Milano, 1979, S. 10.
- (49) ATAMAN, Ü. : Hisse Senetlerinin Değerlemesi, S. 20.
- İşletmenin esas sermayesini aşan net varlığın bilançoda görülen kısmı açık, görünmeyen bölümü ise gizli yedek akçedir.
Bkz.: TEKİNALP, Ü. : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İstanbul, 1979, S. 377.

işletmenin sürekliliğini sağlayan, onu kârlı bir bütün olarak tutan başka özellikler de mevcuttur. Bu özellikler sürekli zarar eden bir işletmeyi, kâr getirme yeteneği olan bir başka işletmeden ayıran faktörlerdir.

Böylece, işletmenin bir bütün olarak değerlemesinde tümdeğerleme kavramı ile, "işletmenin gizli yedeklerini açığa çıkaran, işletmeyi diğer işletmelerden ayıran özellikleri dikkate alan ve işletmenin sürekliliğini sağlayıcı diğer faktörleri göz önünde bulunduran bir değerlendirme türü" akla gelmektedir.

İşletmeler yaşam süreleri boyunca, işletme içi ve işletme dışı sebepler dolayısıyla sürekli değişken bir dinamik anlayış içinde gelişirler (50). Bu nedenle, bir işletme için objektif, gerçek ve o andaki değeri gösteren tek bir tümdeğer tanımı mevcut değildir (51). Farklı tümdeğerlerin mevcudiyeti değerlendirme olayını amaçlanan hedefe bağlı kılmaktadır. Çalışmada amaç işletmeler arası birleşmelerde tümdeğerleme olduğuna göre, ileriki bölümlerde konuya bu açıdan yaklaşılmaya çalışılacaktır.

(50) Bu dinamizm ile işletmelerin amaçlarındaki değişiklikler, devir, tasfiye, birleşme, işbirliği vb. durumlar kastedilmektedir.

(51) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₁.

2- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER

20- GENEL AÇIKLAMA

Daha önce belirtildiği gibi, farklı tümdeğerlerin mevcudiyeti değerlendirme olgusunu amaçlanan hedefe bağlı kılmaktadır. Çalışmada, tümdeğerleme olgusuna hedef olarak işletmeler arası birleşmeler seçilmiş ve konu bu açıdan incelenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde işletmeler arası birleşmelerin tarihsel gelişimi kısaca özetlendikten sonra, konunun nedenleri ele alınmış, amaç ve kapsam bakımından en önemli neden olarak da büyüme olgusu gösterilmiştir. Olgu nedenleri ve türleri ile tanıtılarak açıklanmaya çalışılmıştır. Bölümün ileriki kısımlarında, bir büyüme türü olan işletmeler arası birleşmelerde kullanılan muhasebe yöntemleri karşılaştırılmalı bir biçimde tanıtılmıştır. Son kısmında ise konuya ülkemizde yürürlükteki yasalar yönünden yaklaşılmış ve özellikle sermaye şirketlerinde işletmeler arası birleşmelerin durumu ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılmıştır.

21- TARİHSEL GELİŞİM

İşletmeler arası birleşmelerde tarihsel gelişiminin incelenmesine, genelde bu olgunun A.B.D.'nde yaygın olarak görüldüğü varsayımından hareket edilerek araştırılmaya çalışılmıştır. İşletmeler arası birleşmeler A.B.D.'nde üç dönemde yaygın olarak gerçekleşmiştir (52).

- a) İlk dönem (20. yüzyılın başı)
- b) İkinci dönem (1920 yılları ve sonrası)
- c) Üçüncü dönem (İkinci Dünya savaşı sonrası)

(52) LYNCIA, H. H. : Financial Performance of Conglomerates, Boston, 1971, S. 17-36.
-WESTON, F. J. - BRIGHAM, E. F. : a.g.e., S. 578.
İşletmeler arası birleşmelerin yaygın olarak görüldüğü bir başka ülke olan İngiltere'de (Birleşik Krallıklarda)

aynı tarihsel gelişim incelendiğinde, bu ülkedeki gelişiminde üç dönemden oluştuğu görülür.

1. dönem 1888/9-1910 (1889-1902 en üst düzey)
Sermayeleri açısından (1919-21),
(1925-1928)

Nicelik açısından (1926-30)
2. dönem 1952'den bugüne (En üst düzeyler)
(1967-68) ve 1972.

Bkz.: AARONOVITCH, S. - SAWYER, M. C. : Theoretical
And Empirical Aspects of Concentration and Mergers in
the United Kingdom, Big Business, Bristol, 1975, S. 123.

Bu dönemlerden ilk ikisi fazla önem taşımadığından ele alınmamış, üçüncü dönemin ise 1960 yılları ve sonrası kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

A.B.D.'nde 1960'lı yıllarda yöneticiler synergism görüşü içerisinde (53) üretim hatları ile ilişkili veya ilişkisiz müstakbel birleşme adayları aramışlardır. Bu yıllarda, işletmeler arası birleşmelerin odak noktasını uzun dönemdeki kârlar oluşturmuştur. Yöneticilerin kâr büyümesinin kısa ömürlülüğü ve ortakları yönetmenin güçlüğü konularında bilinçlenmeleri, birleşme olgusunu yavaşlatmıştır. 1970 yılı başlarında ise işletmeler arası birleşmeler için koşullar bozulmaya başlamıştır. Muhasebe prensipleri kurulu 16. ve 17. görüşleri ile muhasebe yöntemlerinde değişiklikler yapmıştır (54). Ekonomik belirsizliklerle muhafazakâr muhasebe kuralları, işletmeler arası birleşme hareketliliğini azaltmış, ancak daha sağlam, akılcı ve büyüme kaynağı olarak temel alınan birleşmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gerçekten de bu dönem birleşik maliyetlerin düşürülmesi ve bilânçoların iyileştirilmesi için üretim hatlarının budanması biçiminde karakterize edilmiştir (55). Birçok sağlıklı birleşmeler 1970'li yıllarda finansal yapıyı ve kârlılığını arttırmak amacıyla çözülmüşlerdir. 1973-1975 ekonomik koşulları ise yeni bir birleşme dalgasının hızla yayılmasına neden olmuştur. Ancak bu hareket birçok yönlerden 1960'lı yıllardaki hareketten oldukça farklı gözükmektedir. Her şeyden önce birleşmeler daha sağlam bir temele oturmuşlar, işletmeler ise daha muhafazakârdırlar. Böylece kararlar daha gerçekçi bir plânlamay ve uzun dönemdeki amaçları kapsamaktadırlar.

(53) İleride açıklanacaktır.

(54) Muhasebe prensipleri kurulu (A.P.B.) çıkar birleşmeleri yöntemi yerine çoğu birleşmelerde satınalma yönteminin kullanılmasını uygun görmüştür. Bu yöntemler ileriki kısımlarda açıklanacaktır.

BAKER, K. H. - MILLER, O. T. - RAMSPERGER, B. J. : An Inside Look at Corporate Mergers and Acquisition, M.S.U. Business Topics, Winter 1981, V. 29, S. 50.

(55) BAKER, K.H-MILLER, O.T.-RAMSPERGER, B.J.: a.g.m., S. 56.

Bu dönemdeki, finansal ve ekonomik koşullar birleşme hareketine bir seviye kazandırmıştır. Örneğin 1970 sonlarında düşük hisse senedi fiyatları, bazı işletmeleri çekici duruma ulaştırmıştır. Bir kurumun defter değerine veya defter değerinden daha aşağı satın alınmasını aynı zamanda bilançolarda goodwill (peştemallık) kalemlerinin oluşmasını sağlamıştır (56). Enflasyon nedeniyle maliyetlerin yükselmesi birleşme yoluyla büyümeyi iç büyümeye oranla daha düşük maliyete, ulaştırmıştır. Aynı koşullar ise 1960'lı yıllarda gerçekleşmemiştir (57).

22- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞME NEDENLERİ

A.B.D.'nde birleşen 347 işletme arasında yapılan bir araştırma ile yöneticilerin bu konudaki görüşleri ve birleşme sebepleri araştırılmıştır.

Araştırmada, yöneticilere birleşme nedeni olarak 15 hazır sebep gösterilmiş ve bu sebepleri kendilerine göre önemlilik derecesi temelinde sıralamaları istenmiştir. Araştırma sonucu aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (58).

-
- (56) Yazarın kişisel görüşüne göre "Goodwill" (Peştemallık) kalemi işletmenin piyasadaki üstünlüğünü göstermektedir.
- (57) Bu büyüme türleri ileriki kısımlarda açıklanacaktır.
- (58) BAKER, K. H. - MILLER, O. T. - RAMSPERGER, B. J. : a.g.m., S. 47-49.

TABLO- 01

BİRLEŞME NEDENLERİ

Hiç fik- ri yok 0	Önemi yok 1	Az önemli 2	Orta önemli 3	Çok önemli 4	En önemli 5
ORTALAMA					
1 Daha hızlı büyüme etkisi				3,81	ÇOK ÖNEMLİ
2 Çok yönlü büyüme ile riski dağıtma				3,05	
3 Mamul karışımını genişletme veya iyileştirme				3,04	
4 Pay senetlerinin pazar değerlerini yükseltme				2,85	ORTA ÖNEMLİ
5 Pazar payını yükseltme				2,58	
6 Büyük ölçekte faaliyette bulunma				2,54	
7 Coğrafi yayılma				2,40	
8 Teknik bilgi ve deneyim satın alınması				2,39	
9 Dönemsel veya mevsimsel satışlara karşı tedbir				2,31	
10 İşletmenin gücünün ve saygınlığının artırılması				2,27	
11 İşletmenin atıl sermayesinin kullanılması				2,19	AZ ÖNEMLİ
12 Yönetmel beceriler elde edilmesi				2,02	
13 Vergi avantajları elde edilmesi				1,66	
14 Arz edilen veya alıkonan kaynaklar üzerinde daha fazla kontrol etkinliğinin kazanılması				1,54	
15 Mümkün bir eldeıştırmeye karşı savunma				1,53	

Tabloda görüldüğü gibi, araştırmadan önemli sebebin hızlı büyüme olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu yolla rekabet için gerekli kritik büyüklük ve atıl kapasiteden yararlanabilme olanakları aniden doğmaktadır (59). İkinci derecedeki sebep, çok yönlü büyüme ile riskin dağılmasıdır (60). Bu yolla, bir işletmenin bir işlemdeki özel beceri ve endüstri bilgisi diğerinin rekabet sorun ve olanaklarında yararlı olabilmektedir. Bu tip büyüme aynı zamanda işlemsel etkinliğin iyileşmesini ve sabit masrafların daha geniş bir satış hacmine dağılmasını sağlamaktadır (61). İş kolu ile ilgisiz, çok yönlü dağılmalar, etkin yönetim ve sermayenin yeniden yatırılması için işletmeye fırsat yaratmaktadır (62).

Tablo 01'de birleşmenin diğer sebepleri de sıralanmıştır. Örneğin, birleşme yeni bir mamul hattına veya coğrafi sahaya girmeyi sağlamakta ayrıca satışların ve karlılığın yapısının değişmesinde rol oynamaktadır. Bu yararlar, tabloda 3,7 ve 9. sıralarda yer almışlardır. İşletme hisselerinin piyasa değerlerinin yükseltilmesi de orta derecede önemli bir sebep olarak gözlenmektedir. Bir birleşme sonunda işletmenin pazar değerinin birleşmeden önceki iki işletmenin değerinden daha fazla olduğu görülmüştür. Bu teorik etkiye sinerjizm etkisi adı verilir. Sinerjizm etkisi bir bütünün kendini oluşturan parçalarının ayrı ayrı toplamlarından daha fazla bir

(59) SAMUELS , J.M. - WILKES, F.M. : Management of Company Finance, G.B., 1977, S. 414.

(60) Çok yönlü dağılma, bir büyüme yönüdür. İleride açıklanacaktır.

(61) BAKER, K.H.-MILLER, O.T. RAMSPERGER, J.B. : a.g.m. S. 53

(62) Bu faydalar A.B.D.'ndeki vergi yasalarının yapısından doğmaktadır. Kâr paylarının ve sermaye kazançlarının çifte vergilenmesi ile ilişkilidir. Örneğin, kurulu işletme fazla nakit akışını büyümeye yönelik bir işleme tekrar yatırdığında vergiler ertelenir. Aksi durumda ise, yani nakit akışının hissedarlara temettü biçiminde dağıtılmasında, ertelenmiş bu vergiler ödenmiş olacaktır.

değere sahip olması halidir (63). Bir başka orta derecede önemli sebebi ise, ölçek ekonomilerinden yararlanma oluşturmaktadır. Mevcut üretim konusuna benzer veya yepyeni bir ürünün en az zaman ve gider ilâvesi ile ortaya konmasıdır. Bu olgu, birleşen işletmelerin birbirlerini tamamlayıcı kapasitelerinin harekete geçmesi ile mümkün olabilmektedir (64). Böylece atıl kapasitenin ve faydalanılmayan kapasitenin azaltılmasında önemli rol oynamaktadır. Birleşmenin sağladığı esneklik, mevcut makinelerin işletmeler arasındaki yer değişimini kolaylaştırmaktadır. Teknik bilgi akışı kolaylaştığında araştırma ve geliştirme, finansman ve tüm giderler azaltılabilmekte ve büyük işletme (65), küçük işletmenin (66) yaratıcı özelliklerinden faydalanabilmektedir. Küçük işletme ise artık tek başına riskli ve yüksek maliyetli bulduğu yenilikleri geliştirmek için yeterli kaynak kullanabilmektedir. Birim başına maliyetin düşürülebilmesi için giderlerin birleştirilebilmesi, koordine edilebilmesi ve geniş bir tabana dağıtılabilmesi böylece mümkün hale gelmektedir (67). Geri kalan diğer 9 sebep ise az önemli sebepler sınıfında gözlenmektedir.

Araştırmanın önemli bir sonucu olarak, işletmeler arası birleşmelerin çok önemli nedeninin büyüme olgusu olduğu, ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle bu olgu aşağıda incelenmeye çalışılacaktır.

-
- (63) WESTON, E. J., BRIGHAM, F. E. : a.g.e., S. 585.
Bu etki teoride $2 + 2 = 5$ etkisi olarak da tanımlanır. Etki iki işletmenin ayrı ayrı faaliyet göstermeleri halinde yaratacakları kârlar toplamının birleşerek faaliyet göstermeleri halinde yaratacakları kâr toplamından az olması durumudur.
- (64) SAMUELS , J. M. - WILKES, F. M.: a.g.e., S. 414.
- (65) Birleşilen.
- (66) Birleşen.
- (67) BAKER, K. H. - MILLER, O. T. - RAMSPERGER, J. B. : a.g.m., S. 54.

220- Büyüme

İşletmeler, toplumu oluşturan bireylerin gereksinimlerini karşılamak için kurulmuş birimlerdir. Temel amaçlar ve hizmet üretmektir. İnsanoğlu kullandığı mal ve hizmetlerin miktarını ve kalitesini arttırırken büyük miktarda ve üstün kalitede mal ve hizmet üretiminin gerektirdiği teknolojiyi bulmuş ve bu teknolojiyi uygulayabilmek için büyük işletmeleri kurup örgütlemiştir (68).

Çoğu işletmeler istenilen teknolojiyi uygulayabilmek için uygun görülen büyüklükte kuruldukları gibi, zaman içinde de arzu edilen büyüklüğe ulaşmak yoluna gidebilmektedirler. Bu olgu, işletmelerin yaşam süreleri içinde hedeflediği amaçları ile sıkı sıkıya bağlıdır. Büyüme, amaçların daha etkin bir biçimde elde edilmesini sağlayacak teknik ve yönetsel gelişmeyi kapsamaktadır (69). Günümüzde firmaların amacı ise:

- Varlıklarına yönelebilecek tehlikeleri diğer bir deyişle riski en az düzeye indirmek,

- Büyüme hızlarını en yüksek düzeye çıkartmak,

- Bağımsızlıklarını koruyabilmek ve büyümenin gerektirdiği finansman gereksinimini kısmen de olsa karşılayabilmek için yeterli ölçüde kâr sağlamaktır.

Bu amaçlar genel bir şekilde ifade edildiğinde, amaç piyasa değerinin maksimizasyonudur (70). İşletmeleri büyümeye iten temel etmen ekonomiktir (71). İşletmeler büyüme sonucunda büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağlayacağı faydalardan yararlanırlar.

(68) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 477.

(69) HICKS, G. - GULLET, R.C. : The Management Of Organizations, New York, 1976, S. 94.

(70) AKGÜÇ, Ö. : Finansal Yönetim, İstanbul, 1979, S. 655.

(71) AKGÜÇ, Ö. : a.q.e., S. 655.

2200- Büyüme Yararları

Büyümenin işletmeler açısından sağlayacağı yararlar

- Üretim,
- Pazarlama,
- Satın alma,
- Yönetim,
- Finansal

yararlar biçiminde gruplandırılabilir (72).

Üretimin artması ve uzmanlaşmanın sağlanması ara ürünlerin daha iyi değerlendirilmesine, üretimin kararlılığa kavuşmasına ve atıl kapasitenin giderilmesine neden olmaktadır. Büyük hacimde üretim ve tüketiciye doğrudan ulaşım maliyetlerinin düşürülmesine, satış faaliyetlerinin daha etkin ve ekonomik olmasını sağlamaktadır. Üretim hacminin yükselmesinden dolayı büyük miktardaki satın almaların sağlayacağı tasarruflar ile doğrudan kaynaktan satın alma veya hammadde kaynağında egemenlik kurma olgusu gerçekleşebilir.

Büyümenin işletme yönetimi üzerinde sağlayacağı ekonomik fayda ise, uzmanlaşmanın gerçekleşmesi ile, muhasebe ve istatistik gibi araçlarla yönetim üzerinde daha kapsamlı bir kontrolün kurulması olgusundadır. Ayrıca araştırma faaliyetlerine de etkinlik kazandırılarak sonuçların daha iyi değerlendirilmesi olanağı artmaktadır. Plânlama işleminin merkezileştirilmesi de bir başka yarar olarak ele alınabilir. Üretim hacmindeki gelişme sonucu birbirini izleyen aşamalar arasında koordinasyon sağlanması, fonların daha etkin kullanımını gerçekleştirmekte böylece işletmenin kredi riski azalacağından kredi maliyetinin de düşmesi sağlanabilir hale gelmektedir. Dengeli üretimle, kararlı bir kazanç, rekabetin azaltılması, piyasa fiyatları üzerinde kontrol kurulması ve

şirketin pay senetlerinin daha çekici hale gelmesi sağlanan ekonomik yararlardandır (73).

2201- Büyüme Yönleri

Büyüme yönü itibariyle aşağıdaki biçimlerde oluşabilir. Teoride genellikle (74):

- Yatay büyüme,
- Dikey büyüme,
- Aynı türden büyüme,
- Çok yönlü dağılma.

Yatay büyüme belli bir mal veya hizmetin üretim veya pazarlama evresinde faaliyet gösteren birimlerin bir araya toplanması ile sağlanan büyümedir (75). Ülkemizde otomotiv ve şişe cam sanayiinde bunların açık örnekleri mevcuttur.

Dikey büyüme ise işletmelerin, mal ve hizmetleri tüketiciye ulaştıracak biçimde arzın kaynağına kadar genişliyerek büyümeleridir. Diğer bir deyişle bir mal veya mal grubunun üretim ve satışının çeşitli evrelerinde faaliyet gösteren birimlerin kontrolünün tek elde toplanması ile gerçekleştirilen büyümedir (76).

Aynı türden büyüme bir mal veya hizmetin üretim veya pazarlama konusunu oluşturan yakın mal ve hizmetlerin üretim ve pazarlama evrelerini kontrol altına alma ile gerçekleşen.

(73) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 477.

(74) BAKER, K.H.-MILLER, O.T.-RAMSPERGER, B.J.: a.g.m., S. 56.
-FLOYD, A. B. : Advanced Accounting, Nev York, 1982, S. 1.
Büyüme yönleri sırasıyla, yabancı kaynaklarda ele alınan; Horizontal Growth, Vertical Growth, Congeneric Growth, Conglomeration terimlerine karşılık olarak kullanılmışlardır.

(75) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 480-481.

(76) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 481.

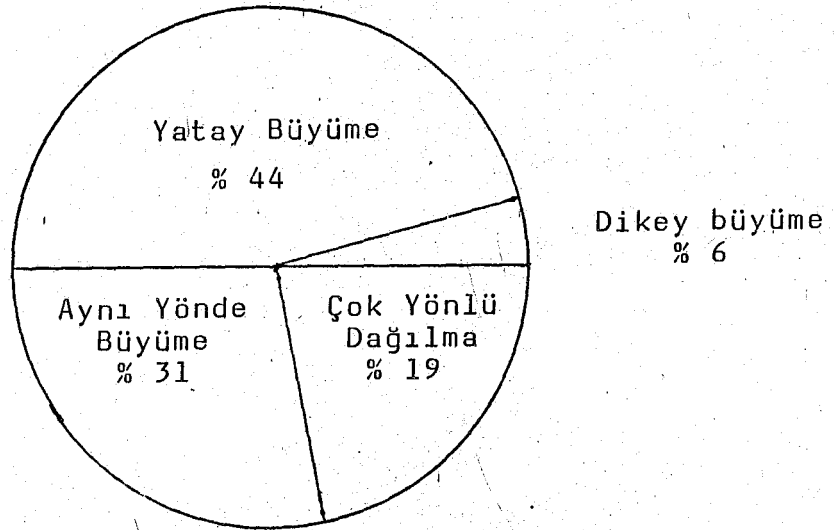
büyümedir (77).

Çok yönlü dağılma ise, işletmelerin esas mal veya hizmet üretimi ve pazarlamasının dışına kayarak büyümeleridir. Amaç farklı alanlara yatırım yapılarak grubun riskinin düşürülmesidir. Ülkemizde birçok alanda görülmektedir.

A.B.D.'nde 1978 yılında büyüme yönleri ile ilgili yapılan bir araştırmada, işletmelerin büyüme yönlerinin işletmeler arası birleşmelerde dağılım yüzdeleri aşağıdaki biçimde gözlenmiştir (78).

ŞEKİL- 01

1978 YILINDA A.B.D.'nde BÜYÜME YÖNLERİNİN İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELERDE DAĞILIM YÜZDESİ



(77) BAKER, K. H. - MILLER, O. T. - RAMSPERGER, B. J.: a.g.m., S. 56.

Bu türden büyüme bazı kaynaklarda dairesel veya tamamlayıcı büyüme biçiminde ele alınmaktadır. Bkz. GÖNENLİ, A.: a.g.e., S. 481.

Akgüç ise, bu tür büyümeyi (Tamlama) Entegrasyon olarak tanımlamakta ve çok yönlü dağılma ile aynı grupta toplanarak çapraz büyüme biçiminde tanımlanmaktadır. Bkz. AKGÜÇ, Ö. : a.g.e., S. 657.

(78) BAKER, K.H.-MILLER, O.T.-RAMSPERGER, B.J.: a.g.m., S. 56.

2202- Büyüme Türleri

a) İç Büyüme

İşletmelerin kendi olanakları ile faaliyetlerinin sonucu yarattıkları veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni yatırımlara tahsisi yoluyla büyümelerine iç büyüme denilmektedir (79). Bir başka deyişle, yeni hisse senetlerinin çıkarılması, dağıtılmayan kârlar, tahvil çıkarma ve benzeri gibi yollarla yeni fonlar elde ederek yeni yatırımlara tahsis etmele-ridir. Ancak bu yol, uzun bir zaman parçasını gerektirmekte bu yüzden de bu yolla büyüme yavaş seyretmektedir. İşletmenin ait olduğu iş kolu ise böyle yavaş büyüme yi kabullenebilecek bir yapıya sahip olamıyabilmektedir. Bir başka deyişle iş kolunun büyüme hızı işletmeninkine oranla daha yüksek olabilmekte, böylece de kendi olanakları ile büyümeye çalışan bir işletme rakiplerinin karşısında, piyasa payını ve gücünü kaybederek yaşamını yitirebilmektedir. Bu yüzden işletmeler, genellikle büyüme hızlarını olanaklar çerçevesinde hızlandırmak ve iş kolu düzeyinde yeterli kılmak istemektedirler. Hızlı büyüme ise büyümenin diğer yönü ile daha kolay gözükmektedir.

b) Dış Büyüme

Dış büyüme, bir işletmenin diğer işletme veya işletmelerin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek ve yönetimlerini kontrol altına alarak büyümesi olarak tanımlanmaktadır (80).

Doğal olarak işletmeler büyüme stratejilerinin seçiminde daha önce açıklanmaya çalışılan faktörlerden etkilenmektedirler.

1- Dış büyüme yolları

Dış büyüme, değişik biçimlerde gerçekleşebilmekte, gerçekleşme biçimi ise yasalar ve büyüme konusundaki amaçlar

(79) AKGÜÇ, Ö. : a.g.e., S. 657.

(80) AKGÜÇ, Ö. : a.g.e., S. 657.

doğrultusunda değişebilmektedir. Amaç, pazar ve rekabet koşullarının kontrol altına alınması ise, dışsal büyümenin biçimsel olmadan gerçekleşeceği, öte yandan hızlı büyüme ile istenilen işletme büyüklüğüne ulaşmak ve başkaca sebepler ise, biçimsel olarak ortaya çıkacağı söylenebilir.

1a- Biçimsel olmayan büyümeler

İşletmeler arasında rekabetin sınırlandırılması veya başkaca bir konuda işbirliği yapmak üzere oluşan ve belli bir biçime sahip olmayan büyümelerdir. Bu büyüme biçiminde, işletmeler hukuki varlıklarını korumaktadırlar. Biçimsel olmayan büyümeler aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:

1aa- Sözlü anlaşmalar (Gentlemen's agreements):

İşletmeler arasında her türlü konuda yapılan sözlü anlaşmalardır. Örnek olarak, bankaların Devletçe serbest bırakılan mevduat faiz oranlarını, aralarında sözlü olarak belirlemeleri gösterilebilir.

1ab- Karteller:

Aynı işkoluna mensup işletmelerin piyasayı, rekabeti ortadan kaldırmak veya azaltmak suretiyle, etkilemek üzere bir araya gelmeleri biçiminde ifade edilebilir (81). Kartellere çoğu kez piyasa birlikleri de denilmektedir (82). Karteller anlaşlıkları özelliklere göre;

- Fiyat kartelleri,
- Ödeme koşullarını belirleyen karteller,
- Kontenjan kartelleri,
- Üretim kartelleri,
- Satış kartelleri

(81) KESKİNOĞLU, S. : a.g.e., S. 89.

(82) YOZGAT, O. : a.g.e., S. 105.

biçiminde çeşitlere ayrılabilir (83).

1ac- Çıkar grupları (Community of interest):

Bir veya birden fazla işletmeyi kontrolüne alabilecek kadar pay senedine sahip bireylerin biraraya toplanmaları ile oluşmaktadır.

1ad- Ortak bir Yönetim Kuruluna sahip olma:

İşletmeler arasında, bağımsız yönetim kurullarından bir üyenin katılmasıyla, oluşturulan ortak yönetim kuruludur. Kurulun amacı, üyelerin mensubu oldukları bağımsız işletmelerin politikalarını grup politikası içinde tutabilmektir.

1b- Biçimsel büyümeler

Belli bir biçime uygun olarak gerçekleştirilen işletmeler arası büyüme çeşitleridir. Biçimsel büyümeler gerçekleşme biçimleri açısından, işletmelerin hukuki varlıklarının korunması yoluyla koordine birimler haline gelmeleri ile işletmelerden birinin veya her ikisinin hukuki varlıklarını kaybetmeleri; bir başka deyişle, işletmeler arası birleşmeler biçiminde ortaya çıkmaktadır.

Biçimsel büyümeler:

1ba- İşletmelerin hukuki varlıklarının korunması yoluyla koordine birimler haline gelmeleridir (84).

1baa- Tröstler:

Tröstlerin amacı, iki veya daha fazla işletmenin yönetimini bir grup altına toplamaktır. Bu tür büyümede kurucu işletmelerin hisse senetleri tröst senetleri ile değiştirilir. Sonuçta tröst kendisine katılan işletmelerin yönetiminin kontrolünde egemen bir duruma gelecektir. Çoğu ülkede yasalarla

(83) YOZGAT, O. : a.g.e., S. 106.

(84) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 483.

yasaklanmıştır.

1bab- Konsernler (Holdingle)

Tröstler yasaklanmalarından sonra, yerlerini işletmelerin tüzel kişiliklerini koruyarak, ekonomik açıdan ortaya koydukları bir başka büyüme biçimi olan, holdinglelere bırakmışlardır. Holding topluluğu, Holding işletme ile hisse senetlerini elinde bulundurduğu bağlı işletmelerden oluşmaktadır. Holding topluluğunda, holding işletme, bağlı işletmelerin hisse senetlerini elinde bulundurduğundan kontrol edebilmekte, bağlı işletmeler ise hukuki varlıklarını korumaktadırlar.

1bb- İşletmeler arası birleşmeler

Dış büyüme çok çeşitli biçimlerde gerçekleşebilmektedir. Çalışmamızda tümdeğerleme konusunu oluşturan işletmeler arası birleşmelerde dış büyümenin bu alt grubunda yer almaktadır (85).

23- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞME TÜRLERİ

İşletmeler arası birleşmeler aşağıdaki şekilde görüldüğü gibi üç türde gerçekleşebilmektedir (86)

- Satınalma,
- Devralma,
- Konsolidasyon.



ŞEKİL 02- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞME TÜRLERİ

(85) Yabancı kaynaklarda rastlanılan "Business Combination" kavramının Türkçeye işletmeler arası birleşmeler olarak çevrilmesi tarafımızca uygun görülmüştür..

(86) FLOYD, A. B. : a.g.e., S. 2.

Satınalma; Bir işletmenin, bir başka işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma, hisse senetlerinin tümünün veya bir kısmının satın alınması ile de olabilir. Satın alınan işletmenin hukuki varlığı devam etmektedir (87).

Devralma; Bir işletmenin, diğer bir işletmeyi tüm faaliyetleri ile devralması ve devralınan işletmenin tasfiye edilerek hukuki varlığını kaybetmesidir (88).

Konsolidasyon; İki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıkları sona ererek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. İşletmelerin her türlü varlıkları ve hakları yeni oluşan işletmenin olacaktır (89).

Yukarıda ele alınan tanımlara teoride bir terim birliği içinde rastlanamamıştır (90). Çoğu kez birleşme terimi konsolidasyon yerine kullanılmış, diğerleri ise katılma ve

(87) SCHARF, A. C. : Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers. London, 1971. S. 3.

- FLOYD, A. B. : a.g.e., S. 2.

(88) FLOYD, A.B. : a.g.e., S. 2.

(89) FLOYD, A.B. : a.g.e., S. 52.

(90) Satınalma, A.B.D. ve Anglo Sakson kaynaklarındaki "Acquisition" terimine karşılık; devralma, "Merger" e konsolidasyon ise "Consolidation" terimine karşılık olarak kullanılmışlardır.

satın alma başlığı altında ele alınmıştır (91).

Ülkemiz mevzuatında işletmeler arası birleşmeler, birleşme ve devir başlıkları altında incelenmiştir. Ticaret Hukukuna göre birleşme iki biçimde gerçekleşmektedir. Birinci biçim: bir şirketin diğer bir şirketi devir alması, yani birinin diğerine bütün mal varlığı ile katılmasıdır. Buna katılma da denilmektedir. Bu biçimde devir alan ortaklık hukuki ve ekonomik varlığını korumakta, katılan şirket ise tüzel kişiliğini yitirmektedir. İkinci biçimde ise: iki veya daha fazla şirket birleşerek yeni bir şirket oluşturmaktadırlar. Burada, birleşen bütün şirketler infisah ederek tüzel kişiliklerini yitirmektedirler, birleşme dolayısıyla ortaya çıkan şirket ise, yeni kuruluş olarak kabul edilmektedir (92).

Kurumlar Vergisi Kanununa göre ise: bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurum bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olmaktadır. Aynı kanunun bir başka maddesinde de belli şartlarda yapılan birleşmelerin devir hükmünde olduğu belirtilmiştir (93).

(91) Teoride bir terim birliği olmadığı daha önce de belirtilmişti. Örneğin: Poroş-Tekinalp-Çamoğlu; "Birleşmeyi genel ve toplayıcı bir kavram olarak ele almış ve bu kavram altında iki alt kavramın mevcudiyetini belirtmiştir. Bunlardan birini devralma (KATILMA-İLTİHAK), diğerini ise kombinasyon olarak tanımlamaktadır.

Bkz. POROŞ, R., TEKİNALP, Ü., ÇAMOĞLU, E. : Ortaklıklar Hukuku, Cilt 2, İstanbul, 1976, S. 201.

Gönenli de "Finansal açıdan devralma ve konsolidasyon arasında bir fark olmadığını belirtmiş ve olguyu birleşme başlığı altında ele alarak konsolidasyonu birleşmenin bir özel hali biçiminde değerlendirmiştir.

Bkz. GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 482-499.

Akgüç ise konuyu füzyon başlığı altında ele almış, gerçekleşme biçimleri olarak da: satınalma-katılma ve birleşme (konsolidasyon) terimleri altında incelemiştir.

Bkz. AKGÜÇ, Ü. : a.g.e., S. 657-658.

(92) POROŞ, R. - TEKİNALP, Ü. - ÇAMOĞLU, E. : a.g.e., S. 201.

(93) K. V. K. m. 36-37.

Böylece Kurumlar Vergisi Kanunu, Ticaret Kanununa göre iki yönden farklı bir düzenleme getirmiştir. Birleşme, genel olarak tasfiye hükmünde sayılmış, birleşme kârının tasfiye kârı gibi hesaplanarak vergiye tabi olacağı öngörülmüştür. Oysa, ticaret kanunu birleşmeyi, tasfiyesiz infisah hali olarak kabul etmiştir. İkinci olarak Kurumlar Vergisi Kanunu, katılma şeklindeki birleşmeleri devir olarak tanımlamış ve belli koşullara uyulmak kaydıyla vergileme yapılmama esasını benimsemiştir (94).

24- İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELERDE MUHASEBE

İşletmeler arası birleşmelerde muhasebe, muhasebe teori ve uygulamasının önemli ve karmaşık konularından olduğu ileri sürülmektedir (95). Konunun önemliliği, kapsadığı finansal işlemlerden doğmaktadır. İşlemlerin birleşme sonrasında ortaya çıkan durumu, diğer bir deyişle işletmeler arasında oluşan ekonomik ve yapısal ilişkilerin tümünü içermesidir. Konunun karmaşıklığı ise, birleşme sonrasındaki olgunun, ekonomik varlığı devam ettiği sürece, yasal biçimine bağlı olmadan değerlendirilmesi gerekliliğidir.

240- Muhasebe Kavramı

İşletmeler arası birleşmelerde muhasebe kavramı, A.P.B.'nin (96), 16 nr.lı görüşü ile 1 Kasım 1970'de biçimsel olarak ortaya konmuştur. Görüşe göre: İşletmeler arası birleşmeler, bir işletmenin diğer bir işletme veya işletmelerle tek muhasebe kişiliği altında bir araya getirilmeleri ile ortaya çıkmaktadır. Tek kişilik önceki bağımsız kişiliklerin

(94) Birleşen ile birleşilen kurumun tam mükellef olması ve birleşen kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen kurumun (devralan) aynen devralması ve bilançosuna geçirmesidir. İleriki kısımlarda ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılacaktır.

(95) FLOYD, A.B. : a.g.e., S. 5.

(96) A.P.B., aynı konuyu (Muhasebe Prensipleri Kurulu). Daha önce ise, 1950 yılında A.R.B. No. 40 (Accounting Research Bulletin No. 40 Muhasebe Araştırma Bülteni) ile ortaya koymuştur.

faaliyetlerini ayrı ayrı üstlenmektedir (97). Tanımda görüldüğü gibi işletmeler arası birleşmelerde muhasebe kavramı, her ne kadar tek kişilik ve işletmelerin birleşmeden evvelki bağımsızlığı üstünde vurgulanmakta ise de, tek kişiliğinin hukuki kişilik ile ilişkisi yoktur. Şöyle ki, birleşmeden sonra bir veya birden fazla işletme hukuki kişiliklerini kaybedebilirler. Ancak muhasebe açısından böyle bir gereklilik mevcut değildir (98).

Birleşme öncesi işletmeleri, birleşme sonrasında kaynakları ve faaliyetleri ile bir yönetsel grubun kontrolu altına girdikleri zaman tek bir kişilik içinde olmaktadır. Böyle bir kontrol:

- Bir veya birkaç işletme tali işletme biçimine dönüşmesi
 - Bir işletmenin öz varlıklarını bir diğerine taşıması
 - Her işletmenin öz varlıklarını yeni kurulan işletmeye taşımaları
- içerisinde kurulabilmektedir (99).

Bir işletmenin tali hale gelmesi, hisse senetlerinin % 50'den fazlasının bir diğeri tarafından satın alınması ile gerçekleşmektedir. Birleşme olgusu işletmenin tamamının satın alınmasına bağlı olmamaktadır. Bu tür birleşmelerde, birleşen işletmeler, bağımsız muhasebe kayıtlarını ve hukuki varlıklarını birleşme sonrasında da korumakta ancak, raporlama konusunda ise, tek bir kişilik içerisinde ele alınmaktadırlar.

(97) A.P.B. Görüş No. 16 Paragraf 1.
Aynı tanım "International Accounting Standards Committee" (Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi - IASC) tarafından ise "İşletmeler arası birleşme; bir veya birkaç işletmenin kontrolünün, bir diğeri tarafından satın alınması veya iki veya daha fazla işletmenin çıkarlarının birleştirilmesinin bir sonucudur" biçiminde tanımlanmıştır.

(98) FLOYD, A. B. : a.g.e., S. 4.

(99) A.P.B. Görüş No. 16, Paragraf 5.

Net varlıkların taşınması yoluyla gerçekleşen ilişkinin uygulanması ise, çeşitli biçimlerde görülebilmektedir. Ancak, satın alan işletme her halde tüm varlıkları satın almak zorundadır. Bir başka yol, birleşen işletmelerin öz varlıklarını yeni oluşan bir işletmeye hisse şenedi karşılığı taşımalarıdır. Böylece, hissedarlık ilişkileri yeni oluşan işletmede devam edecektir.

241- Muhasebe Yöntemleri

İşletmeler arası birleşmelerde (100), güncelliğini koruyan iki muhasebe yöntemi mevcuttur. Bunlar:

- Çıkar birleşmesi,

- Satınalma

yöntemleridir. Ancak bu iki metod uygulamada, aynı birleşmede bir seçenek oluşturmamaktadırlar. İki yöntem arasındaki temel farklılık, yasaî çerçeveden öteye koşullarda bulunmaktadır (101). A.P.B.'nin 16 nr.lı görüşünde belirtilen kriterlere göre işletmeler arası çıkarlar için gerçekleştirilen çıkar birleşmeleri, ilgili başlık altında yöntem ile ele alınacaktır. Yöntemin uygulanması belirli koşullara bağlanmıştır. Bu koşullar birleşmenin yapısındaki farklı varsayımlara dayanmaktadır (102). Diğer tüm birleşmelerde ise satın alma yönteminin uygulanması zorunlu kılınmıştır.

(100) FLOYD, A.B. : a.g.e., S. 6.

-Bedford, M. N. - Pery, W. K. - Wyatt, R. A. : Advanced Accounting, New York, 1979, S. 585.

-Copeland, R. - Crumbley, D. L. - Wojdak, J. F. : Advanced Accounting, New York, 1971, S. 59-60.

-Smith, D. R. : Principles and problems in consolidation, (Çev.: Sürmeli F.) Sidney, 1972, S. 104.

(101) COPELAND, R. - CRUMBLEY, D. L. - WOJDAK, J. F. : a.g.e. S. 62.

(102) A.P.B. Görüş No. 16, Paragraf 52.

2410- Çıkar Birleşmesi Yöntemi

Çıkar birleşmesi kavramı, hissedar çıkarlarının, hisse senedi değişimi ile işletmelerin birbirini satın almadan, birlik haline gelmelerinin olanaklı olduğu varsayımına dayanmıştır (103). İşletmelerin temelini, işletmelerin birbirleri ile hisse senedi değişimi oluşturmaktadır (104). Bu olgu, saf katılma olarak da tanımlanmaktadır (105). Buna bağlı olarak kavram, hisse senedi değişiminde, birleşen işletmelerin yeni bir muhasebe kişiliği içinde, faaliyetlerin ve hissedarlık çıkarlarının devamlılığını içeren birleşmeler, ile sınırlandırılmıştır (106).

Çıkar birleşmesi yönteminin özelliği, birleşen işletmelerin varlıklarının ve borçlarının yeni kişiliğe defter değerleri ile taşınmalarıdır. Bu durum dağıtılmayan kârlar için de geçerlidir (107). Birleşilen yeni kişiliğin geliri işletmelerin yıllık gelirlerinden oluşmaktadır. Çıkar birleşmesi yöntemi, birleşme öncesindeki bilançoların birbiri ile toplanmasını içermektedir. Ayrıca varlıklar defter değerleri ile kayıtlara geçirildiklerinden birleşilen işletmede yeni bir Goodwill (peştemallik) kalemi oluşmayacaktır (108).

Yöntem, daha ileride diğer yöntem ile karşılaştırmalı bir örnekle tekrar ele alınacaktır.

(103) WYATT, A. : a.g.m., S. 13.

(104) IASC, Kasım 1983, Açıklama 5.

(105) TOSSELL, S. : Accounting for Mergers a Diagrammatic Approach, accountancy, April 1982, V. 93 No. 1064, S.114
Saf katılma, yabancı kaynaklardaki "Genuine merger"e karşılık olarak kullanılmıştır.

(106) FLOYD, A. B. : a.g.e., S. 7.

-BEDFORD, M.N.-PERY, W.K.-WYATT, R.A. : a.g.e., S. 585.

-SCHARF, A. C. : a.g.e., S. 135.

-IASC göre "Yöntemin temelini birleşen işletmelerin evvelen olduğu gibi ayrı birer işletme biçiminde faaliyetlerine devam ettikleri düşüncesi ile hesaplara geçirilmesi oluşturmaktadır, Açıklama No. 10.

(107) COPELAND, R. - CRUMBLEY, D.L. - WOJDAK, J.F. : a.g.e., S. 60.

-FLOYD, A. B. : a.g.e., S. 6.

(108) SCHARF, A.C. : a.g.e., S. 136.

a) Yöntemin uygulanabilme koşulları

A.P.B. 16 nr.lı görüşünde, ilgili yöntemin uygulanabilmesi için 12 koşul ileri sürülmüştür. Bu koşullar, A.P.B.'nin görüşte ele aldığı başlıklar altında özetlenmeye çalışılacaktır.

1-) Birleşen işletmelerin özellikleri

İlgili yöntemin uygulanabilmesi için gerekli iki koşul, işletmelerin özellikleri başlığı altında ele alınmıştır. Koşullardan ilki, birleşen işletmelerin birleşme uygulamasından en az iki sene öncesine kadar, bir başka işletmenin tali işletmesi veya bölümü olarak faaliyette bulunmamış olması, bir başka deyişle ötonom olması zorunluluğudur. İkinci koşul ise, birleşen işletmelerin birbirlerinden bağımsız olmaları gereğidir. Bu, birleşen işletmelerin birbirlerinin en fazla % 10 hissesine sahip olmaları biçiminde yorumlanmıştır (109).

2-) Birleşen çıkarların biçimi

Çıkar birleşmesi yönteminin uygulanabilmesi için koşullardan 6 tanesi bu başlık altında ele alınmıştır. Bunlar (110):

- Birleşme tek bir işlemde gerçekleştirilmelidir. Ancak özel bir plân ile bir sene içinde de tamamlanabilir. Birleşilen işletme, birleşen işletmenin adi hisse senetlerine karşı sadece adi hisse senedi ihraç edebilir (111).

- Birleşme taraflarından hiç biri, birleşme plânının başlamasından iki sene öncesine kadar hisse senetlerinde birleşmeyi etkileyecek herhangi bir değişiklik yapamaz.

(109) A.P.B. Görüş No. 16, Paragraf 46.

(110) A.P.B. Görüş No. 16, Paragraf 47.

(111) Burada önlenmek istenen imtiyazlı hisse senedi ihracıdır. İmtiyazlı hisse senetleri ni ellerinde bulunduranlar, bulundurmayanlara göre bazı avantajlara sahiptirler. Bu tür senetler taşıyanlara, safi kârda ve net aktif dağıtımında öncelik sağlayabilir.
Bkz. ÜNALAN, S. - ERGEN, H. : Şirketler Muhasebesi, Ankara, 1978, S. 58.

- İşletmeler birleşme plânının başlangıç tarihinden uygulanma sonuna kadar ancak normal adette ve sadece birleşme amacı ile hisse senedi değiştirebilirler.

- Birleşen işletmelerdeki azınlık hissedarlarının nisbi çıkarları, birleşmeyi etkileyen hisse senedi değişimi sonunda da aynı kalmalıdır (112).

- Birleşilen işletmedeki hissedarların oy hakkı kesinlikle kendilerince kullanılabilir olmalıdır.

- Birleşme işleminin tamamlanması süresinde, ileriye ait yeni hisse senedi ihracı veya benzer durumlar için karşılık ayrılamaz.

3-) Plânlanan işlemlerin eksikliği

Çıkar birleşmesi yönteminin uygulanabilmesi ile ilgili son üç koşul da bu başlık altında ele alınmıştır. Bunlar (113):

- Birleşilen işletme, birleşme için ihraç edilen hisse senetlerini yeniden satın alma veya geri çekme konusunda doğrudan doğruya veya dolaylı olarak birleşen işletme ile anlaşamaz.

- Birleşilen işletme, birleşen işletmenin hissedarları yararına başka bir finansal garanti işlemine giremez (borçların garantisi gibi).

- Birleşilen işletme, birleşen işletmelere ait varlıkları, birleşmeden sonra iki sene içinde elden çıkaramaz.

Yukarıda sözü edilen koşulları taşımayan birleşmeler, satın alma yöntemi aracılığı ile muhasebeye yansıtılmaktadırlar. Bu olgu 16 nr.lı görüşün bir gereği olmaktadır.

(112) Örneğin: Birleşilen işletmede 100 hisse senedine sahip hissedar A ile, 200 hisse senedine sahip hissedar B düşünüldüğünde, B'nin çıkar birleşmesi yöntemi sonucu A'ya göre 2 misli çıkara sahip olması gereklidir.

(113) A.P.B. GÖRÜŞ No. 16, Paragraf 48.

2411- Satınalma Yöntemi

Çıkar birleşmesi özelliklerini taşımayan, diğer tüm işletmeler arası birleşmeler, satınalma yöntemi aracılığı ile kayıtlara yansıtılmaktadırlar. Genelde satınalma yöntemi, birleşmenin kayıtlara geçirilmesinde muhasebede varlıklar ve kaynaklar için izlenen genel kabul görmüş muhasebe prensiplerinin kullanımını izlemektedir. Bir başka deyişle, satınalma yönteminin temelini, birleşilen işletmeye normal varlık satın alınmasındaki muhasebe prensiplerinin uygulanması oluşturmaktadır (114).

Birleşilen işletme açısından bir başka işletme ile birleşmenin maliyeti; ödenen nakit veya dağıtılan diğer varlıkların cari değeri veya ihraç edilen hisse senetlerini piyasa değeri ile ölçülmekte diğer tüm maliyet unsurları da bu maliyete eklenmektedir (Muhasebe, kanuni denetim ve hisse senedi ihracı giderleri gibi) (115).

Satınalma metodu ile birleşmede hesapların muhasebe-ye yansıtılmasında birleşenin varlık ve borçlarının birleşme günündeki cari değerleri takdir edilerek belirlenmelidir (116).

A.P.B.'nin 16 nr.lı görüşü ile birleşen işletmenin varlık ve borçlarının aşağıda TABLO 02'de belirtilen ölçeklerle değerlendirilerek kayıtlara yansıtılması zorunlu tutulmuştur (117).

(114) IASC Açıklama No. 9.

(115) FLOYD, A.B. : a.g.e., s. 18.

(116) IASC Açıklama No. 12.

(117) A.P.B. Görüş No. 16, Paragraf 88.

TABLO- 02

HESAPLAR VARLIKLAR VE BORÇLAR	DEĞERLEME ÖLÇEKLERİ
Kısa sürede satılabilir menkul kıymetler	Cari değer
Ticari mallar ve mamul mallar	Cari değer eksi ortalama kâr
Yarı mamul mallar	Cari değer eksi ortalama kâr
Hammaddeler	Yerine koyma değeri
Alacaklar	(Bugünkü değer eksi karşılık (118))
Makine ve teçhizat	Eğer varlıklar kullanılmış ise, benzer bir kapasite yaratmada ye- rine koyma değeri; piyasada işlem gören (satılan) varlıklar için ise cari değer
Diğer varlıklar, araziler, tabii kaynaklar ve uzun sürede satılabilir menkul kıymet- ler	Takdir değeri
Borçlar	Cari değer

(118) Konuya alacaklardan bazılarının tahsil kabiliyetini kaybedilecekleri açısından yaklaşım ve karşılık ayrılmasına izin verilmiştir.

Birleşilen işletme yönünden, birleşen işletmenin varlıklarının defter değeri üzerindeki değeri, Goodwill (Peştemallık) olarak kayıtlara geçirilebilmektedir (119). İlgili yöntem ile, çıkar birleşmeleri yöntemi arasındaki en önemli fark bu noktada yoğunlaşmıştır.

2412- Yöntemler Arası Farklılıklar

Yöntemlerin kullanımı ile muhasebede etkilenen hesaplar açısından yöntemler arası farklılıklar aşağıdaki gibi özetlenebilir (120).

SATINALMA YÖNTEMİ

I- BİLANÇO FARKLILIKLARI

- a) Goodwill (Peştemallık) kaydedilir
- b) Satın alınan varlıklar maliyet bedeli veya istenilen değerle değerlendirilir
- c) Konsolide edilen dağıtılmayan kârlar, birleşilen işletmenin dağıtılmayan kârlarına eşittir.

ÇIKAR BİRLEŞMESİ YÖNTEMİ

- Goodwill (Peştemallık) kaydedilmez
- Satın alınan varlıklar defter değerleri ile değerlendirilir.
- Sermaye üstesi ve dağıtılmayan kârlar etkilenirler.

II- GELİR TABLOSU FARKLILIKLARI

- a) Satın alma yönteminde Goodwill'in (Peştemallığın) amortismanı gösterilebilir.
- b) Satın alma yönteminde varlıklardaki değer artışının amortismanını gösterebilir.

(119) SCHARF, A. C. : a.g.e., S. 136.

(120) COPELAND, R. - CRUMBLEY, D. L. - WOJDAK, J. F.: a.g.e., S. 70.

2413- Yöntemlerle İlgili Karşılaştırmalı Bir
Örnek

Aşağıda yöntemlerin açıklanması amacıyla A ve B ünvanlı iki işletmenin birleşmeleri, her iki yöntemle karşılaştırmalı olarak malî tablolarda gösterilmiştir.

A = Birleşilen

B = Birleşen

işletmelerdir.

A ve B İŞLETMELERİ KISALTILMIŞ BİLANÇOLARI
31 Aralık 1982
(000 TL.)

	A İŞLETMESİ	B İŞLETMESİ
AKTİF		
Kasa	5.000	1.600
Alacaklar	25.000	6.400
Stoklar	42.000	12.000
İştirakler	28.000	-
Sabit varlıklar (net)	84.000	24.000
Goodwill (Peştemallık)	4.800	-
Diğer varlıklar	<u>7.200</u>	<u>1.600</u>
TOPLAM	<u>196.000</u>	<u>45.600</u>
PASİF		
Kısa vadeli borçlar	28.000	7.600
Uzun vadeli borçlar	44.000	-
Sermaye (7.200 x 10.000)	72.000	12.000 (6.000 x 2000)
Sermaye üstesi	8.400	8.000
Dağıtılmayan kârlar	<u>43.600</u>	<u>18.000</u>
TOPLAM	<u>196.000</u>	<u>45.600</u>

A ve B İŞLETMELERİ BİRLEŞME PROFORMA BİLANÇOLARI
31 Aralık 1982
(000 TL.)

	ÇIKAR BİRLEŞMESİ Y.	SATINALMA Y.
AKTİF		
Kasa	6.600	6.600
Alacaklar	31.400	31.400
Stoklar	54.000	54.000
İştirakler	28.000	28.000
Sabit varlıklar (net)	108.000	108.000
Goodwill (Peştemallık)	4.800	48.800
Diğer varlıklar	<u>8.800</u>	<u>8.800</u>
TOPLAM	<u>241.600</u>	<u>285.600</u>
PASİF		
Kısa vadeli borçlar	35.600	35.600
Uzun vadeli borçlar	44.000	44.000
Sermaye	80.000	80.000
Sermaye üstesi	20.400	82.400
Dağıtılmayan kârlar	<u>61.600</u>	<u>43.600</u>
TOPLAM	<u>241.600</u>	<u>285.600</u>

a) Özellik arzeden hesapların açıklanması

1- Sermaye: nominal değeri 10.000.- TL. olan 8.000 hisse senedinden oluşmuştur. (7.200 + 800 = 8.000, 8.000 x 10.000 = 80.000.000.-)

2- Goodwill'in (Peştemallığın) hesaplanması:

2a- Satınalma yönteminde, A işletmesine ait nominal değeri 10.000.- TL. olan hisse senetlerinin piyasa değeri çeşitli nedenlerle 102.500.- TL.'dir. Bu nedenle, değişim için ihraç edilen 800 hisse senedinin toplam piyasa değeri 102.500 x 800 = 82.000.000.- TL.'dir. B işletmesine ait varlıkların defter değeri ise 38.000.000.- TL.'dir. Böylece Goodwill (Peştemallık) 82.000.000.- - 38.000.000.- = 44.000.000 TL. olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca bu tutara A işletmesinden gelen 4.800.000.- TL. eklenmektedir. 44.000.000.- + 4.800.000.- = 48.800.000.- TL.

3- Sermaye üstesinin hesaplanması:

3a- Satınalma yönteminde;

Çıkar birleşmesi yöntemindeki tutar	20.400.000.-
Artan Goodwill (Peştemallık)	44.000.000.-
B işletmesine ait dağıtılmayan kâr	<u>18.000.000.-</u>
Sermaye Üstesi	82.400.000.-

3b- Çıkar birleşmesi yönteminde,

A işletmesinden	8.400.000.-
B işletmesinden	<u>8.000.000.-</u>
	16.400.000.-

10.000 nominali hisse senedi x 800 = 8.000.000.-
(Değişim için ihraç olunan miktar)

6.000 nominali hisse senedi x 2000 = 12.000.000.-
(Değiştirilecek hisse senedi)

4.000.000.-

Sermaye üstesi: 16.400.000.- + 4.000.000 =
20.400.000.-

4- Dağıtılmayan kârların hesaplanması:

4a- Satın alma yönteminde, sadece A işletmesine ait dağıtılmayan kârlar 43.600.000.- TL.

4b- Çıkar birleşmesi yönteminde, A ve B işletmelerine ait dağıtılmayan kârların toplamı
43.600.000.- + 18.000.000.- = 61.600.000.- TL.

b) Satınalma Yönteminin Cari Değerle Kaydedilme Özelliği:

Önceki uygulamadan görüleceği gibi Goodwill'in (Peştemallığın) hesaplanmasında sabit varlıklar ve stoklar defter değerleri ile dikkate alınmıştır. Yöntemin özelliğine göre ilgili kalemlerin cari değerle kaydedilme olasılığı mevcuttur.

Bu kez birleşen B işletmesine ait varlıklardan,
Sabit varlıklar (net) 18.000.000.-
Mal 46.000.000.-

cari değere sahip olduğu varsayıldığında satın alma yöntemine göre gerçekleştirilen proforma bilançoda Goodwill (Peştemallik) bu iki kalemdeki 28.000.000.- artış kadar azalacaktır.

A ve B İŞLETMELERİ BİRLEŞME PROFORMA BİLANÇOSU
31 Aralık 1982
(SATINALMA YÖNTEMİ) (000 TL.)

AKTİF	
Kasa	6.600
Alacaklar	31.400
Stoklar	60.000
İştirakler	28.000
Sabit varlıklar	130.000
Goodwill	20.800
Diğer aktifler	<u>8.800</u>
TOPLAM	285.600
PASİF	
Kısa vadeli borçlar	35.600
Uzun vadeli borçlar	44.000
Sermaye	80.000
Sermaye üstesi	82.400
Dağıtılmayan kârlar	<u>43.600</u>
TOPLAM	285.600

25- TÜRKİYE'DE YÜRÜRLÜKTEKİ YASALAR KARŞISINDA İŞLETMELER ARASI BİRLEŞMELER

Çalışmada, işletmeler arası birleşme türleri açıklanırken, ülkemizde yürürlükteki yasalar yönünden de, tanımlara değinilmiş, ancak ayrıntılı açıklamalara yer verilmemişti. Ülkemiz mevzuatında, birleşme ve devir başlıkları altında, incelenen işletmeler arası birleşmeleri düzenleyen temel yasalar T.T.K., K.V.K.'dur. Ayrıca, vergi yasaları yönünden G.V.K.'nda da değer artış kazançları altında B.K. hükümlerine tâbi bireysel işletmeler ile, T.T.K. hükümlerine tâbi şahıs işletmelerinin; devredilmesi, satılması ve sermaye şirketlerine sermaye olarak konması durumları ele alınmış ve hangi hallerde değer artış kazancının vergi dışı kalacağı hükme bağlanmıştır. Ancak, ilgili konu K.V.K.'nda temel başlık olarak ele alındığından, bu nedenle çalışmada vergi yasaları yönünden bu kanuna ağırlık verilmiştir. Bu vergiye tâbi temel kurum olarak ise A.Ş. seçilmiş ve ayrıntıları ile incelenmeye çalışılmıştır. G.V.K.'nın ilgili hükümlerine de kısa bir özet biçiminde değinilmiştir.

250- Ticaret Yasasında Birleşmeler

2500- Genel Açıklama

Konu, vergi yasaları yönünden A.Ş.'de ele alındığından, paralellik sağlamak amacıyla T.T.K. açısından da aynı

yönde incelenmeye çalışılmıştır (121). Ticaret Kanununun öngördüğü sistem, anonim şirketlerin birleşmesini, iki çeşitle sınırlamıştır. Bunlardan ilki devralma (katılma) (T.T.K.451) diğeri ise iki veya daha fazla anonim şirketin birleşerek yeni bir şirket meydana getirmeleridir (T.T.K. m. 452).

Katılma, bir veya daha fazla anonim şirketin, infisah ederek, bir başka anonim şirkete, tasfiye edilmeksizin katılmalarıdır.

Yeni kuruluş olarak nitelendirilen ikinci birleşme türünde ise; birleşen iki veya daha fazla şirket, ticari ve tüzel kişiliklerini kaybetmemektedirler. Ancak her iki şirket açısından da, tasfiyesiz infisah sözkonusudur. Faaliyetlerine yeni tüzel kişilik içerisinde devam ederler. T.T.K.'nun ilgili hükümlerindeki bu özellikler TABLO 03'de birleşen ve birleşilen şirketler yönünden özetlenmeye çalışılmıştır.

(121) Ancak, T.T.K. m. 146'da birleşme, "iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiri ile birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir" biçiminde geniş kapsamlı olarak tanımlanmıştır. Madde 147'de ise, aynı türden şirketler arasında birleşme kabul edilmiş ve bu açıdan kolektif ile komandit şirketleri ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş şirketleri aynı türden olarak belirlemiştir.

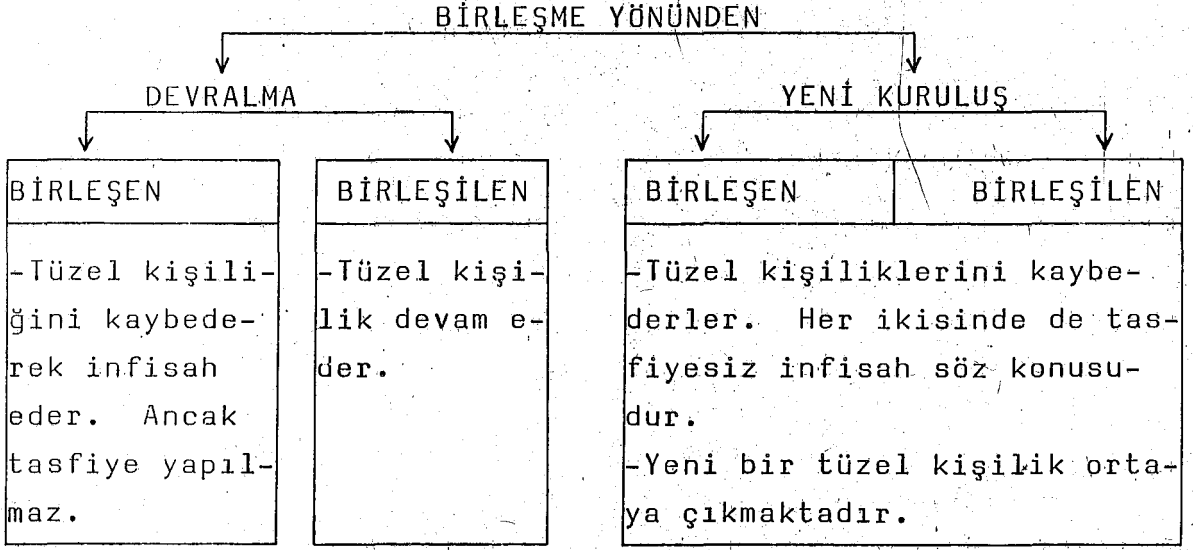
-Benzer bir tanım İtalyan M.K. 2501 maddesinde görülmektedir.

-Birleşmeye ilişkin hükümler T.T.K.'nda sadece ticaret şirketlerinin genel hükümleri içinde yer alan maddelerden ibaret değildir (T.T.K. m. 146-151). Anonim şirketler faslında da birleşme ayrıca düzenlenmiştir (T.T.K. m. 151).

-Zaten, m. 146, f. 2 (Genel Hüküm) (Lex Generalis) çeşitli ticaret şirketlerine ilişkin özel hükümleri saklı tutmak şartı ile 146 vd. hükümlerini birleşmeler hakkında bütün ticaret şirketlerine uygulanacağını bildirmektedir.

Bkz. POROY, R.-TEKİNALP, Ü.-ÇAMOĞLU, A.: a.g.e., S. 482

TABLO- 03



2501- İlkeler

Birleşmenin niteliklerini ve kavramın kendisini tanıtan bazı ilkeler mevcuttur. Bu ilkelerin açıklanması, kavramın ortaya konulması yönünden gerekli görülmektedir.

a- Şirketlerin Tüm malvarlıkları birleşmesi

Birleşmenin her iki türünde de kavramı belirgin hale getiren ve niteleyen en önemli özellik ve bu özelliği ifade eden ilke, malvarlıklarının birleşmesi ve bu birleşme sonucunda, katılan (devralınan), ortaklığın pay sahiplerine, kabul eden veya yeni kurulmuş olan şirketin paylarının, katılmanın bir karşılığı olarak verilmesidir (122). Burada açıklanmak istenen, birleşme ile tüzel kişiliğini yitiren şirketin malvarlığı karşılığının karşı bir edim olarak yeni veya birleşilen şirketin pay senetlerinin oluşturmasıdır. Bir başka deyişle de, tüzel kişiliğini yitiren ortaklığın mal varlığının bütünüyle devredilmiş olması gerekmektedir. Ancak, bir kısım mal varlığının birleşme ile beklenen yararın ortadan kalmasına engel olmamak veya anlamsız hale getirmemek şartı ile işlemin dışında tutulabilmesine olanak tanınmış-

(122) POROY, R.-TEKİNALP, Ü.-ÇAMOĞLU, E.: a.g.e., S. 483.

tır (123).

b) Birleşen Veya Katılan (devralınan) Şirketlerin Tüzel Kişiliklerinin Tasfiyesiz Olarak Sona Ermesi

Bu ilkeye göre, birleşen veya katılan şirketlerin münfesh olmalarına rağmen tasfiye edilmemeleridir.

T.T.K. m. 434'e göre, iki şirketin birleşmesi veya bir şirketin hukuki kişilik ve durumunu devam ettirerek, diğer şirketin bu şirkete katılması infisah sebebi olmaktadır. Durum T.T.K.'nda açık bir biçimde ele alınmış, ancak kanun, infisahın neticesinin tasfiye olmadığını hükme bağlamıştır.

c) Değiştirme Değeri

Devralındığı veya birleştiği için infisah eden şirketlere, devralan veya birleşilen yeni şirket, birleşmenin bir karşı edimi olarak kendi pay senetlerini vermelidir. Olgunun gerçekleştirilmesi, pay senetlerini değiştirme oranını ve değerini belirleme ile mümkündür. İnfisah eden şirketin, birleşilen şirkete hangi oranda katılacağı, her iki şirketin mal varlığının değerlendirilmesi ile belirlenir (124). Şirketler yıllık bilançolarına ayrıca eklemek koşulu ile, mal varlıklarının gerçek değerini ortaya koyan ve özellikle değiştirme oranını saptamak amacıyla, özvarlığın hesaplanmasını içeren bir bilanço düzenlemelidirler. Bunun gibi özvarlık değeri ile uyuşmayan cari değer de dikkate alınmalıdır. Gizli yedekler değerleri ile hesabın içine girerler (125). Bir başka deyişle burada belirtilmek istenen işletmelerin tümdeğerinin saptanması işlemidir. Ancak tümdeğerlerin saptanmasından sonra değiştirme oranının ve değerinin belirlenmesi olanaklı olacaktır. Örnek olarak devralınan şirketin mal varlığının 1 devralanın ise 4 olduğu varsayıldığında, değiştirme oranı 1/4 olarak saptanabilir. Saptanan bu oran ölçüsünde, tüzel kişilik

(123) POROY, R.-TEKİNALP, Ü.-ÇAMOĞLU, E. : a.g.e., S. 484.

(124) YASAMAN, H.: Anonim Ortaklıkların birleşmesinde sermaye arttırımı sorunu. İktisat ve Maliye Dergisi, Ocak 1981, S. 356.

(125) POROY, R.-TEKİNALP, Ü.-ÇAMOĞLU, E.: a.g.e., S. 489.

liğini yitiren şirket yeni kuruluş veya devralınan pay senetlerinden bir karşı edim olarak alacaktır.

Devralmada sermaye arttırımı söz konusu olmaktadır. Devralan şirket sermayesini T.K. 391 vd. maddeleri gereğince arttırmak zorundadır. Ancak ilgili maddeye göre esas sermayeye karşılık olan hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmedikçe, Genel Kurul yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle sermayenin arttırılmasına karar verememektedir. Bu yüzden, önce mevcut ödenmemiş sermaye tutarının ödenmesi gerekmekte, daha sonra sermaye arttırımına gidilebilmektedir (126).

d) Birleşmede Gerekli İşlemler

Birleşmenin her iki türünde de izlenmesi gerekli olan sıra ve yapılması zorunlu işlemler aynıdır. Bunlar (127):

- Birleşme sözleşmesinin yapılmasına izin alınması için katılan ve kabul eden (devralan) şirketlerin Genel Kurullarının toplantıya çağırılması,
- Birleşme sözleşmesinin hazırlanması,
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı izni,
- Genel Kurulların toplantıya çağırılması,
- Tescil ve ilân,
- Birleşmenin yürütülmesi

işlemleridir.

Çalışma konumuz açısından, en önemli işlemin birleşme sözleşmesinin hazırlanması olduğu söylenebilir. Birleşme , sözleşmesi, birleşmenin amacı, konusu, ünvanı, birleşme konu-

(126) Konuda aksi görüş: T.T.K. 391 maddesindeki bu koşulun birleşmede; zorunlu olup olmadığı konusunda bir açıklık olmadığıdır.
MOROĞLU, E. : Anonim ortaklıklarda esas sermaye arttırımı, İstanbul, 1972, S. 31.

(127) POROY, R.-TEKİNALP, Ü.-ÇAMOĞLU, E. : a.g.e., S. 488.

su, mal varlıklarının değeri, payların itibari değeri, her iki şirketin değiştirme birimi ve değiştirme oranı, sermaye arttırımı oranı gibi özellikleri içermektedir (128). Bu özelliklerin büyük bir kısmı, şirketlerin tüm değerinin belirlenmesi ile yakından ilgilidir. Bir başka deyişle birleşmede taraf şirketlerin tümdeğerlerin saptanması birleşme sözleşmesinin temel unsurunu oluşturmaktadır.

251- Vergi Yasalarında Birleşmeler

2510- Kurumlar Vergisi Yasasında

Birleşme, Kurumlar Vergisi Kanununun 36. - 37. maddelerinde düzenlenmiştir. Kurumlar Vergisi Kanununun 36. maddesinde bir veya birkaç kurumun, diğer bir kurumla birleşmesinin tüzel kişiliğini yitiren kurumlar açısından tasfiye hükmünde olduğunu kabul etmiştir. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine, birleşme kârının vergiye matrah oluşturacağı belirtilmiş, kârın belirlenmesinde ise, tasfiye ile ilgili hükümlerin geçerli olacağı hükme bağlanmıştır.

Aynı kanunun 37. maddesinde ise, birleşmenin bir özel hali biçiminde olan devir tanımlanmış ve bir birleşmenin devir hükmünde sayılarak vergilendirilmemesi için gerekli koşullar saptanmıştır. Bu nedenle aşağıda, konu K.V.K. yönünden birleşme ve devir başlıkları altında incelenmeye çalışılmıştır.

a) Birleşme

Birleşme olgusunun tüzel kişiliğini yitiren kurumlar yönünden tasfiye hükmünde olduğu, ancak tasfiye kârının yerine birleşme kârının saptanacağı daha önce belirtilmişti. Aşağıda birleşme kârının saptanmasına ilişkin işlemler belirlemeye çalışılmıştır.

1- Birleşme döneminin saptanması

Tasfiye kârının vergilendirilmesi tasfiye dönemi iti-

barıyla yapılır. (m.30). Tasfiye dönemi, kurumun tasfiye haline girdiği tarihten başlayarak, tasfiyenin bittiği tarihe kadar devam etmektedir. Ancak, kanunda, tasfiyenin başlangıç tarihinden aynı takvim yılı sonuna kadar olan dönem ile, bu dönemden sonraki her takvim yılı bağımsız bir tasfiye dönemi sayılmaktadır. İlgili hükümlerden çıkarılan sonuç, kurumların birleşmesi olgusunda birleşme döneminin, birleşme kârının saptanmasında temel alınması gerekliliğidir.

Tasfiye olgusunda, tasfiyenin başlangıcı şirketin infisahının tescil tarihi, bitimi ise tasfiye sonu bilançosu veya nihai hesabının genel kurulca tasdik tarihi olarak belirlenmiştir. Birleşmede, tasfiyeye paralel, belirli tarihler arasındaki devreleri kapsayan dönem veya dönemler mevcut değildir. Genel kurulların birleşme kararını aldığı tarihte birleşme gerçekleşmiş olmaktadır (129).

Kanunun, birleşme ile ilgili maddesinin, tasfiye hükümleri ile ilişkilendirilmesi sonucu, genel kurulun birleşme kararı aldığı tarihten itibaren 15 gün içinde birleşme kârının beyan edilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

2- Birleşme kârının saptanması

K.V.K.'nin ilgili maddesine göre (m.36), birleşme kârının, tasfiye kârının belirlenmesine ilişkin hükümlere göre saptanacağı daha önce açıklanmıştı. Ancak birleşme kârının saptanmasında, tasfiyeye ilişkin hükümlerinden farklı olarak, münfesi kurumun veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya vasıta ile verilen değerlerin, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine geçeceği hükmüdür.

Tasfiye kârı, tasfiye döneminin sonundaki servet değeri ile, tasfiye dönemi başındaki servet değeri arasındaki olumlu farktır (m.32). Bu hükümden, birleşme kârının, birleşmede temel alınan servet değeri ile birleşme öncesi servet değerinin karşılaştırılması yoluyla elde edilebileceği kanaatine ulaşılabilmektedir.

(129) ÖZBALCI, Y.: Kurumlar Vergisi Kanunu Açıklamaları, İstanbul, 1982, S. 446.

Birleşme öncesi servet değeri, birleşme dolayısıyla tüzel kişiliğini yitiren kurumun birleşme öncesi bilançosundan saptanan özsermayesidir. Birleşilen kuruma devredilen özvarlığa karşılık olarak birleşen kurum ortaklarına doğrudan veya kurum aracılığı ile verilen, birleşilen kurum hisse senetlerinin (varsa aynı, nakit ve kurucu hisse senetlerinin), V.U.K.'-nda öngörülen değerlendirme ölçeklerine göre saptanan değeri ise, birleşmede temel alınacak servet değerini oluşturmaktadır.

Birleşilen kuruma devredilecek birleşen kurum özvarlığı; birleşme döneminde T.T.K. hükümlerine göre malvarlığının değerlendirilmesi, alacaklarının tahsil edilerek borçların ödenmesi veya teminata bağlanması sonucunda düzenlenen birleşme bilançosu ile saptanmaktadır. Birleşme bilançosuna göre bulunan özvarlık, birleşen şirketin birleşme anındaki cari değerini göstermektedir. Sözü edilen cari değer, birleşen kurum ile birleşilen (devralan) kurum tarafından beraberce saptanmaktadır. Bu değere, birleşen kuruma ait firma değeri de dahildir (130). Bir başka deyişle, burada taraflarca beraber saptanan şirketin cari değerinin, işletmenin tüm değeri olduğu açıkça görülmektedir. Tüm değerın saptanması sonucunda işletmenin hisse senetlerinin cari değeri de belirlenmiş olacaktır.

Daha önce belirtildiği gibi, birleşen şirketin özvarlığına karşı bir edim olarak devir alan veya yeni kurulan şirketin hisse senetlerinin verilmesi T.T.K. hükmüdür. Aksi durumlarda, yani hisse senedi yerine nakit alındığında, gerçekleştirilen işlem satış hükmündedir. Bu nedenle birleşilen şirket, birleşmenin karşı bir edimi olarak vereceği kendi hisse senetlerini değerlemesi gerekmektedir. Hisse senetlerinin ise V.U.K. belirtilen ölçeklerle değerlendirileceği öngörülmektedir. İlgili hükme göre, borsaya kayıtlı olanlar borsa değeri ile, kayıtlı olmayanlar ise emsal bedeli ile değerlendirilmelidir. Hisse senetlerinin belirlenen bu değeri, birleşen şirket açısından hisse senetlerinin alış değerini oluşturacaktır (V.U.K. m. 294). Bir başka deyişle hisse senetleri borsaya kote

(130) PAKLAR, S. : Kurumlar Vergisi Kanunu yorum ve uygulaması , 1982, İstanbul, S. 366.

edilmemiş şirketlerin hisse senetlerinin değerlerini belirlemek amacıyla ilgili şirketlerin tüm değerinin bulunması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Ancak böylece tüm değeri saptanan birleşen ve birleşilen şirketlerin hisse senetleri arasında bir değişim oranı ortaya konabilecektir. Bu değişim oranı aracılığı ile birleşen şirketin hisse senetleri, birleşilen şirket tarafından çıkarılacak hisse senetleri karşılığında değiştirilebilecektir.

Sonuç olarak birleşme kârının, birleşen işletmenin birleşmedeki tüm değeri karşılığında birleşilen kurumdaki karşı edim olarak alınan hisse senetlerinin alış bedeli ile birleşme dönemi başındaki öz sermayesi arasındaki olumlu farktan oluştuğu gözlenmektedir. Ayrıca hisse senedi dışında alınan başka değerler de mevcut ise, olumlu farkla ilâve edilmeleri yasa gereğidir. Birleşme kârının saptanmasına ilişkin bir örnek aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır. Örnek, A. A.Ş. 15.4.1983 tarihinde B A.Ş. ile birleşmeye karar vermiştir. Karar tescil ve ilân edilmiştir. Şirket sermayesinin tamamı ödenmiş olup 9000 hisse senedi ile temsil edilmektedir.

A A.Ş. = Birleşen

B A.Ş. = Birleşilen

A A.Ş. BİRLEŞME ÖNCESİ BİLANÇOSU
15.4.1983

AKTİF		PASİF	
Dönen varlıklar	10.000.000.-	Sermaye	9.000.000.-
Duran varlıklar	17.000.000.-	Yedek akçeler	7.000.000.-
		B. Amortisman	2.800.000.-
		Borçlar	8.200.000.-
	<u>27.000.000.-</u>		<u>27.000.000.-</u>

Birleşme sözleşmesinin hazırlanmasında taraflar A işletmesinin tüm değerlemesini gerçekleştirerek, işletmenin tümdeğerini 36.000.000.- TL. olarak saptamışlardır. A A.Ş. tarafından, B A.Ş.'ne katılan bu değere eşit değerinde B A.Ş.'nin hisse senetleri alınmıştır. Elde edilen bu değer ile birleşme öncesindeki özvarlık arasındaki olumlu fark birleşme kârını oluşturmaktadır.

TABLO- 04

A A.Ş. 15.4.1983 Tarihli Birleşme Öncesi Bilânçosundan	Birleşme Sözleşmesinde Belirlenen
Sermaye 9.000.000.-	Tümdeğer 36.000.000.-
Yedek Akçeler 7.000.000.-	
Birleşme Öncesi Öz Varlık 16.000.000.-	

Tablo 04'de kısaca açıklanmaya çalışılan durum, A A.Ş.'nin birleşme sonrası bilânçosu biçiminde düzenlendiğinde birleşme kârının 20.000.000.- olduğu görülebilecektir.

A A.Ş. BİRLEŞME SONRASI BİLANÇOSU
15.4.1983

AKTİF			PASİF
Hisse Senetleri	36.000.000.-	Sermaye	9.000.000.-
		Yedek Akçeler	7.000.000.-
		Birleşme Kârı	20.000.000.-
	<u>36.000.000.-</u>		<u>36.000.000.-</u>

Ancak, birleşme kârını oluşturan 20.000.000.- TL, birleşme dolayısıyla ödenecek kurumlar vergisi matrahının bir bölümünü, diğer bölümünü ise A A.Ş. yedek akçelerinin bir kısmı oluşturmaktadır. K.V. K.'na 2362 sayılı kanunla eklenen geçici ikinci madde ile 1 Ocak 1981 yılına kadar ayrılmış olan yedek akçelerin sermayeye eklenmesi veya ortaklara dağıtılması hallerinde, sermayeye eklendiği veya dağıtımın yapıldığı yılın ticari kazancına, vergilendirilmeden önceki brüt

tutarları üzerinden eklenmesi, tasfiye durumunda tasfiye kârının hesaplanmasında dikkate alınması hükme bağlanmıştır. Yalnız, bu yedek akçeler üzerinden ödenmiş olan kurumlar vergisi ile tevkif yoluyla ödenen gelir vergilerinin ödenecek kurumlar vergisinden mahsup edilmesi yasa gereğidir. Amaç, kurumların 1950-1980 arasında ayırdıkları yedek akçelerin 1981 yılı ve sonrasında dağıtılmaları durumunda vergi alacağı müessesesine bu kâr payları dolayısıyla işlerlik kazandırmaktır. Sonuçta 1981 yılı ve sonrasında ayrılan kâr paylarının dağıtılması ile daha önceki yıllardaki kâr paylarının dağıtılması arasında uyum sağlamak olduğu düşünülebilir. Örneğimizde A A.Ş.'nin birleşme sonrası bilançosunda gözüken 7.000.000.- TL. yedek akçenin K.V.'nin ilgili maddesi gereğince vergilendirilmesi gerekmektedir. Anılan yedek akçenin 6.000.000.- TL.'lık kısmının kanuni yedek akçelerden, 1.000.000.- TL.'lık kısmının ise olağanüstü yedek akçelerden oluştuğu varsayıldığında vergilerin hesaplanmasında aşağıdaki yol izlenebilecektir. Yedek akçelerin ayrılması 1976 yılına rastlamaktadır. Sözü edilen yıla ait gelir vergisi stopaj oranı % 20, kurumlar vergisi oranı ise % 25'dir (131).

(131) 1950-1980 yıllarında kurumlarca ayrılmış yedek akçeler ayrıldıkları yıllarda tâbi oldukları vergiler açısından:

- Hem Kurumlar Vergisi ve hem Gelir Vergisi stopajına, (Dağıtılmayan kârlar, olağanüstü yedek akçeler gibi yasal yedek akçeler dışında kalan yedek akçeler)
 - Sadece Kurumlar Vergisine, (Emisyon primleri, yasal yedek akçeler gibi)
 - Sadece Gelir Vergisine, (Devlet tahvili faizi gibi, vergi dışı menkul kıymet faizleri, Kurumlar Vergisinden istisna edilmiş olan iştirak kazançları gibi)
- biçiminde sınıflandırılabilirler.

OLAĞANÜSTÜ YEDEK AKÇELERE AİT VERGİLERİN HESAPLANMASI

Gelir Vergisi Matrahı

-Olaganüstü yedek akçelerin net tutarının brütü (1.000.000.- x 100 : 80)	1.250.000.-
-Önceden ödenen Gelir Vergisi stopajı (1.250.000.- x 0,20)	250.000.-
Net olağanüstü yedek akçe	1.000.000.+

Kurumlar Vergisi matrahı

-Gelir Vergisi stopaj matrahı	1.250.000.-
-Gelir Vergisi stopaj matrahından K.V. matrahı (1.250.000.- x 100 : 75)	1.666.667.+
-Önceden ödenen Kurumlar Vergisi	416.666.+
1- Hesaplanacak Kurumlar Vergisinden indirilecek önceki vergiler tutarı	250.000 + 416.666 = 666.666.+

KANUNİ YEDEK AKÇELERE AİT VERGİLERİN HESAPLANMASI

Kurumlar Vergisi matrahı

-Kanuni yedek akçelerin brüt tutarı (6.000.000.- x 100 : 75)	8.000.000.+
-Önceden ödenen Kurumlar Vergisi (8.000.000.- x 0,25)	2.000.000.-
Net Kanuni yedek akçe	6.000.000.+
2- Hesaplanacak K.V. indirilecek önceki vergi tutarı =	2.000.000.+

1983'de BİRLEŞME SONRASINDA

K. V. matrahı	27.000.000.-
K. V. tutarı (27.000.000.- x 0,40)	10.800.000.-
İndirilecek vergiler tutarı	<u>2.666.666.- TL.</u>
Ödenecek K.V.	8.133.334.- TL.

3- Değişim biriminin saptanması

Değişim biriminin saptanması, birleşilen şirket tarafından sermaye arttırımı sonucu, birleşen şirket ortaklarına verilecek hisse senetlerinin nominal değerinin toplamının belirlenmesinde önemli bir yer tutmaktadır. Genel anlamı ile değişim birimi, birleşen kurum hisse senetlerinin cari değeri ile, birleşen kurum hisse senetleri cari değerinin birbirine olan oranıdır (132). Olgu aşağıda bir örnekle açıklanmaya çalışılacaktır.

A A.Ş.'nin tümdeğerlemesi sonucunda elde edilen tümdeğer hisse senedi adedine bölüldüğünde bir hisse senedinin cari piyasa değeri bulunmuş olacaktır.

A.Ş. hisse senedi cari piyasa değeri =

$$\frac{\text{A A.Ş. tümdeğer}}{\text{A A.Ş. hisse senedi adedi}} = \frac{36.000.000.-}{9.000} = 4.000.- \text{ TL.'dir.}$$

Bir başka deyişle 1.000.- TL. nominal değerli hisse senedi, piyasa değeri 4.000.- TL.'na ulaşmıştır. Olgu, birleşmeye taraf olan diğer şirket yönünden ele alındığında, aynı işlemlerin bu kere de B A.Ş. yönünden yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

B A.Ş.'nin birleşme öncesi bilançosu aşağıdaki gibidir.

B A.Ş. BİRLEŞME ÖNCESİ BİLANÇOSU
15.4.1983

AKTİF		PASİF	
Döner varlıklar	10.000.000.-	Sermaye	40.000.000.-
Duran varlıklar	40.000.000.-	Yedek akçeler	5.000.000.-
		B. Amortisman	4.000.000.-
		Borçlar	1.000.000.-
	<u>50.000.000.-</u>		<u>50.000.000.-</u>

B A.Ş.'nin sermayesi tamamen ödenmiş ve 40.000 hisseye bölünmüştür. B A.Ş.'nin yapılan tümdeğerlemesi sonucunda 64.000.000.- TL.'lik bir tümdeğere sahip olduğu varsayıldığında, B A.Ş.'nin bir hisse senedinin cari değeri:

B A.Ş. hisse senedi değeri =

$$\frac{\text{B A.Ş. Tümdeğeri}}{\text{B A.Ş. Hisse Senedi Adedi}} = \frac{64.000.000.-}{40.000} = 8.000.- \text{ TL.}$$

olarak saptanabilmektedir. Bir başka deyişle, 1.000.- TL. nominal değere sahip B A.Ş. hisse senetlerinin cari değeri 8.000.- TL.'dir. Bu durumda, birleşilen şirket (B A.Ş.) ile birleşen şirket (A A.Ş.) hisse senetlerinin cari değerleri arasında: $8.000 : 4.000 = 2 : 1$ gibi bir değişim oranı varlığı gözükmemektedir. Bir başka deyişle, bu durum, B A.Ş.'nin 1.000.- TL. nominal değerli hisse senedi ile karşı edim olarak değişileceği, yani değişim biriminin 2'ye 1 olduğu gözlemini ortaya koymaktadır. Saptanan bu değişim biriminden, birleşilen B A.Ş.'nin, A A.Ş.'nin 9.000.000.- TL. nominal sermayesine karşılık 4.500.000.- TL.'lik bir sermaye arttırı-

mında bulunmakla yetineceği gözlenmektedir. Bir başka deyişle, birleşme sonucunda B A.Ş.'nin 36.000.000.- TL. tümdeğeri karşılığı B A.Ş.'nin 4.500.000.- TL. nominal değerli hisse senedi ile değiştirilmiş olacaktır. Ancak sermaye artışı ile aktife kaydedilen tümdeğer arasındaki fark birleşme primi altında pasifte yer alacaktır. Bu prim emisyon primi hükmünde kabul edilmiş ve K.V.'ne tâbi tutulmuştur (133).

B A.Ş. BİRLEŞME SONRASI BİLANÇOSU

15.4.1983

AKTİF		PASİF	
Döner Varlıklar	10.000.000.-	Sermaye	44.500.000.-
Duran Varlıklar	40.000.000.-	Yedek Akçeler	5.000.000.-
Devir Alınan		B. Amortisman	4.000.000.-
Değerler	36.000.000.-	Borçlular	1.000.000.-
		Birleşme Primi	31.500.000.-
	<u>86.000.000.-</u>		<u>86.000.000.-</u>

Kuramlar Vergisi matrahı = 31.500.000.- TL. \

Kurumlar Vergisi = 12.600.000.- TL.'dir

(31.500.000.- x 0,40)

(133) Danıştay 4. Dairesi 4.11.1970 tarihli, 3167/6142 sayılı kararıyla emisyon primlerinin Kurumlar Vergisine tâbi olacağını kabul etmiştir. 4. Daire konu ile ilgili gerekçesinde ise, şirketin esas sermayesinin arttırılması nedeniyle çıkarılan hisse senetlerinin nominal değer üzerinde satılmasından elde edilen gelirin, ticari faaliyet sonucunda elde edilen ticari kazanç niteliğinde olduğunu, şirketin faaliyet konusuna giren işlemlerden doğmasa dahi, şirketin ticari faaliyeti sonucunda elde edilen bir gelir unsuru olduğunu kabul etmiştir. Bkz. DİLER - YAĞMURLU - ÇELİKKOL, Danıştay Dördüncü Dairesi Kararları (1971, 1972, 1973), Ankara, 1974, S. 492-494

-Danıştay 13. Dairesi de 1.10.1975 tarihli 5360/2970 sayılı kararı ile aynı sonuca ulaşmıştır.

Bkz. İSBİR-YAĞMURLU: Gelir, Kurumlar Vergileri ile Amme alacaklarının tahsil usulü hakkında kanunlarla ilgili Danıştay kararları, Ankara, 1983, S. 379-380.

-Teoride Danıştay Kararlarını eleştiren ve aksini savunan görüş de mevcuttur. Bkz. ERİMEZ, R.: Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, İstanbul, 1976, S.232-233.

4- Birleşilen kurumun sorumlulukları

Birleşme olgusunda, K.V.K. tasfiyede, tasfiye memurlarına yüklediği sorumluluk ve ödevleri ilgili hükümlerle bağlantılı olarak, birleşilen kuruma yüklemiştir (K.V.K. m. 36). Birleşilen kurum, birleşen kuruma ait tahakkuk etmiş vergiler ile birleşme beyannamesine göre hesaplanan vergileri ödemediği veya bu vergilerle bunların dışındaki itirazlı tarhiyat için karşılık ayırmadan sorumlu tutulmuştur. Birleşilen kurumun vergi ile ilişkili bu sorumluluğunu yerine getirmeden, birleşmenin karşı edimi olarak hisse senedi veremeyeceği, ortaklara herhangi bir paylaşım yapamayacağı, yasa gereğidir. Birleşme beyannamesinin verilmesiyle birlikte birleşilen kurum, birleşme ile ilgili işlemlerin incelenmesini vergi dairesinden taleple ödevlendirilmiştir. Vergi incelenmesi ile kurumdan aranan vergilerin sonucu alınıncaya kadar birleşilen kurumun konudaki sorumluluğunun devam edeceği hükme bağlanmıştır.

Birleşilen kurumun bir diğer ödevi ise, birleşme sonucundaki kârın 15 gün içinde beyan edilmesi ile birleşen kurumun birleşme öncesine ait dönem beyannamelerinin zamanında kendisi tarafından verilmesidir. Ayrıca birleşilen, birleşme beyannamesinin verileceği süre içerisinde bu vergilerin ödenmesinden de sorumlu tutulmuştur. Bir başka deyişle, birleşilen kuruma gerçekte birleşen kuruma ait ödemek zorunda olduğu vergiler kadar, daha az varlık intikal etmiş olacaktır. Olgunun doğal sonucu, münfesihi kuruma vergiler kadar daha az hisse senedi verilmesi veya münfesihi kurum ortaklarından alacaklı duruma gelişmesidir. Konuya ilişkin çözüm birleşme sözleşmesinde öngörülmelidir (134)

b) Devir

Daha önce de açıklandığı gibi, T.T.K.'nda devir, bir şirketin, diğer bir şirketi devir alması, bir başka deyişle, birinin diğerine bütün mal varlığı ile katılmasıdır. Bu işleme katılma da denilmektedir. Katılan açısından tasfiyesiz

tüzel kişiliğini yitirme söz konusu olmaktadır.

Kurumlar Vergisi Kanunu ise, katılma biçimindeki birleşmeleri devir olarak tanımlamış ve belli koşullara uyulmak kaydıyla Kurumlar Vergisi dışında bırakmıştır.

1- Devir koşulları

Kurumlar Vergisi Kanununun 37. maddesinde kurumlar arası birleşmelerin devir hükmünde sayılabilmesi için aşağıdaki koşullar ileri sürülmüştür.

1a- Birleşme neticesinde infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezleri Türkiye'de bulunacaktır. Kurumlar Vergisi Kanununa göre bir birleşmenin devir sayılabilmesi için ilk koşul her iki kurumun da (infisah eden ile birleşilen) kanuni veya iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması zorunluluğudur. İlgili koşul ile Kurumlar Vergisi Kanunu m.9 karşılaştırıldığında, kurumun kanuni veya iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması durumu, kurumun mükellefiyet biçimi ile ilişkili olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, birleşmenin devir hükmünde sayılabilmesi için birinci koşul, kurumların tam mükellef olmalarına bağlanmıştır. Devir durumunda, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun birleşme dolayısıyla ortaya çıkan kârları vergilenmekte, böylece bilânço değerleri ile birleşen kuruma aktarılan aktiflerin artışlarından oluşan gizli yedeklerinin vergilendirilmesi satıldıkları yıla bırakılmaktadır. Bir başka deyişle devir olayında bir vergi erteleme söz konusu olmaktadır. Dar mükellefiyet durumunda ise, satışların Türkiye dışında gerçekleşmesi halinde vergi dışı kalmalarına, dolayısıyla da ertelenen verginin kaybı söz konusu olmaktadır. Temel amaç ertelenen verginin güvence altına alınması biçiminde görülmektedir.

1b- Münfeşih kurumun devir tarihindeki bilânço değerlerini birleşilen (devralan) kurum, kül halinde devralacak ve aynen bilânçosuna geçirecektir.

Kurumlar Vergisi Kanununa göre, bir birleşmenin devir hükmünde olabilmesinin ikinci koşulu, tüzel kişiliğini kaybe-

den kurumun, bilânço değerlerinin, devralan kurumun bilânçosuna bir bütün halinde kaydedilmesi zorunluluğudur. Kurumlar Vergisi Kanununa göre devir durumunda, değer fazlalarının vergilenmesinin ileri bir tarihe ertelenmiş olması, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun varlıklarındaki değer artışlarının dikkate alınmadan bilânço değerleri ile birleşilen kurumun bilânçosuna kaydedilmesini zorunlu kılmaktadır. İkinci koşulla elde edilmek istenen amaç, bu nedene bağlanabilmektedir.

1c- Birleşilen kurum münfesi kurumun ortaklarına veya sahiplerine devraldığı servet nispetinde hisse verecektir.

Birleşmenin devir hükmünde olabilmesinin üçüncü koşulu, birleşilen kurumun, tüzel kişiliğini kaybeden kurum ortak veya sahiplerine devraldığı servet oranında hisse senedi vermesi zorunluluğudur. Bu koşul diğer iki koşulun tamamlayıcısı olarak ortaya çıkmakta ve dolaylı yoldan devir alınan kurumun varlıklarının değerlemesini önlemektedir. Birleşilen kurum, devir aldığı kurumun bilânço değerlerini kendi bilânçosuna aynen intikal ettirdiğinde, karşı edim olarak verilecek sermaye payının da bunların bilânço değerine göre bulunacak servet değeri ile sınırlı olması gerekmektedir. Daha fazla tutarda pay verilmesi, devir alınan kurumdaki gizli yedeklerin dolaylı şekilde değerlendirilmiş olduğu anlamını taşımaktadır (135).

Servet deyiminin ifade ettiği anlam, özvarlık ve itibari sermaye arasında görüş farklılıkları oluşturmuş ve itibari sermayeyi ifade ettiği görüşü ağırlık kazanmıştır. Servet deymiyle özsermayenin ifade edilmek istendiği düşünüldüğünde, bir başka deyişle, devralan kurumun, tüzel kişiliğini kaybeden kurum ortaklarına öz sermaye üzerinden pay verilmesinin kabulü halinde, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun yedek akçelerinin ve dağıtılmamış kârlarının sermayeye

(135) ÖZBALCI, Y. : a.g.e., S. 478.

ilâve edilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bunun bir öteki sonucu olarak tüzel kişiliğini kaybeden kurum bilançosu, devrolan kuruma farklı bir biçimde intikal edecektir. İlgili durum, Kurumlar Vergisi Kanununun devir ile ilgili hükümlerine aykırı düşecek ve amacına ters düşen bir uygulama gerçekleştirilmiş olacaktır (136).

Yukarıdaki nedenlerle servet deyiminin taşıdığı anlam itibari sermaye üzerinde yoğunlaşmaktadır. İtibari sermaye bu anlamı ile ele alındığında, Kurumlar Vergisi Kanununa göre birleşmenin bir özel hali olan devir halinde tümdeğerleme olgusu bir zorunluluk olarak ortaya çıkmamaktadır. Bir başka deyişle öz varlığın değerlendirilmesi yasal açıdan söz konusu olmaktadır. Ancak yasal zorunluluk dışında, devir olgusunda da tarafların birbirlerinin tümdeğerlerini belirlemeleri, devirde şirket ortaklarının sermaye paylarının cari piyasa değerini koruması açısından önemli bir anlam taşıdığı söylenebilir.

Konu bir örnek olayda incelendiğinde: Örnek olarak devir alınacak A A.Ş.'nin itibari sermayesinin 15.000.000.- TL., hisse senetlerinin nominal bedeli, cari piyasa değerine eşit ve 1.000.- TL. olduğu varsayılmıştır. B A.Ş.'nin ise itibari sermayesinin 50.000.000.- TL. hisse senetlerinin nominal değerinin 1.000.- TL., buna karşı cari piyasa değerinin ise 2.000.- TL. olduğu kabul edilmiştir. Örnek olayda B A.Ş.'nin A A.Ş.'nden devraldığı itibari sermaye kadar sermayesinde (15.000.000.- TL.) bir artış yapması yasa gereğidir. Ancak bu sermaye arttırımı sonucunda nominal bedeli 1.000.- TL.'nden verilecek 15.000 adet hisse senedinin cari piyasa değeri ise 30.000.000.- TL. olacaktır. Bu durumda birleşilen şirket ortakları, işletmeye devralınan A işletmesine ait tümdeğerin bu tutara eşit olması halinde, böyle bir devir işlemi kabul edeceklerdir. Aksi takdirde ise ihraç edilen yeni hisse senetleri dolayısıyla sermaye paylarında göreceli bir azalma söz konusu olacaktır. Bu olayda B İşletmesi tarafından A İşletmesine ait tümdeğerin bilinmesini gerektirmektedir.

Devir alınan şirket yönünden de durum pek farklı gözükmemektedir. A İşletmesi de devrettiği varlıklarının gerçek değerine eş değer (tümdeğerine eş değer), bir sermaye payı olmadığı sürece devir, ortakları açısından pek cazip görülmeyecektir. Bu yüzden de birleşilen işletmenin tümdeğerini bilmesi gerekecektir. Uygulama alanında görülen bu tür güçlükler devir olgusunu ancak işletmelerin hisse senetlerinin cari değerleri birbirine yakın veya eşit şirketler arasında gerçekleşmesine olanak vermektedir.

2- Devir halinde vergileme

Kurumlar Vergisi Kanunu devirde belli koşullar ileri sürmüş ve bu koşullara uyulduğu takdirde, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançların vergilendirilmesine, doğrudan doğruya birleşmeden doğan kârların hesaplanmayıp vergilendirilmeyeceğini hükme bağlamıştır (m. 38). Bu koşullar:

2a- Ortak devir beyannamesi: Tüzel kişiliğini kaybeden kurum ile birleşilen kurum, birlikte imzalayacakları bir devir beyannamesini, birleşme tarihinden itibaren 15 gün içinde, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine vermekle ve bu beyannameye devir bilançosu bağlamakla yükümlü tutulmuşlardır. Bu beyanname tüzel kişiliğini kaybeden kurumun devir tarihine kadar olan kazancının vergilendirilmesini içermektedir (m. 38).

2b- Birleşilen şirketin taahhüdü: Birleşilen kurum, tüzel kişiliğini kaybeden kurumun tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğinin ve diğer yükümlülüklerini yerine getireceğini devir beyannamesine bağlı bir taahhütname ile taahhütle yükümlü kılınmıştır. İlgili konuda mahallin en büyük mal memurunun birleşilen kurumdan ayrıca teminat isteyebilme durumu da yasa gereğidir.

3- Devire ilişkin bazı özellikler

3a- Devir giderleri: Devir olgusuna ilişkin doğan giderler, Vergi Usul Kanununda belirtilen iki tesis ve taazzuv giderlerini oluşturmaktadır (V.Ü.K. m. 282). Bu giderler, Kurumlar Vergisi Kanununa göre, kurum kazancının belirlenmesinde gider olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, vergi kanunları, kurumlara, ilgili konuda bir seçme özgürlüğü getirmiş ve bu giderleri aktifleştirme olanağı da tanımıştır. Kurumlar ilk tesis ve taazzuv giderlerini aktifleştirdikleri takdirde, aktifleştirdikleri bedeli eşit yüzdelerle beş yıl içinde gider yazarak yok etmeleri yasa gereğidir (V.Ü.K. m. 326).

3b- Tüzel kişiliğini kaybeden kurumdan gelen zararın mahsubu: Kurumlar Vergisi Kanununun, birleşme ve devir ile ilgili hükümlerine göre, gerçekleşen her iki durumda da tüzel kişiliğini kaybeden kurumdan gelen zararın mahsubu söz konusu olamamaktadır. Birleşmede karşı edim olarak verilen değerlerin zarar karşılığında verilmesi de bir başka deyişle, zararın satın alınması olanaklı olamayacağına göre, zararın mahsubu düşünülememektedir (137).

3c- Devir alınan duran varlıklarla amortisman: Kurumlar Vergisi Kanununa göre devir ile tüzel kişiliğini kaybeden kurumun vergi ile ilgili her türlü yükümlülüğü devir olgusuyla sona ermekte ancak, devir tarihine kadar oluşan kazançlar vergiye tabi tutulmaktadır. Devir tarihine kadar hesaplanan amortisman ise yasa gereği bu kazancın belirlenmesinde gider olarak yazılabilmektedir. Birleşilen işletme

(137) Danıştay 4. Dairesinin birleşmeye ilişkin verdiği 30.4.1968 T. 64/396 E - 68/2469 K, 19.2.1968 T. 64/510 E - 68/688 K sayılı kararlarında "Birleşmenin K.V.K.'nin 36. maddesi hükmü karşısında infisah eden kurum bakımından tasfiye hükmünde bulunduğu, bu durumda hükmi şahsiyeti sona eren şirket kararının, tasfiye kararının hesabı sırasında ve şirket bünyesinde nazara alınması icap edeceği" gerekçesini ileri sürmüştür. Bkz. PAKLAR, S. : a.g.e., S. 377.

açısından ise, takvim yılı içinde devir alınan duran varlık işletme aktifine kaydedilip kullanıldığından veya kullanılabilir durumda olmasından ötürü, o dönem için bir yıllık amortisman ayırması, vergi kanunlarının amortisman ile ilgili hükümlerine aykırı düşmemektedir. Birleşme olgusunda da durum, devir ile aynıdır.

2511- Gelir Vergisi Yasasında

Çalışmanın bu kısmında işletmeler arası birleşmelere Gelir Vergisi Kanunu açısından yaklaşılmaya çalışılacaktır. Ancak konunun önce de belirtildiği gibi ağırlık noktasını Kurumlar Vergisi Kanunu oluşturduğundan gelir vergisi kanunu ilgilendiren kısımda, ayrıntılı açıklamaya gidilmemiş, toplu bir bakış ile yetinilmiştir.

Gelir Vergisi Kanunu yönünden, kanunun temelini sahipleri veya ortakları gelir vergisi mükellefi olan bireysel işletmeler ile şahıs şirketlerinin birleşmeleri oluşturmakta, olgunun özellik noktası ise G.V.K.'nun mükerrer m. 80 ile m. 81'de yoğunlaşmaktadır. Aşağıda bu işletmelerin birleşmeleri ile ilgili değişik durumlar incelenmeye çalışılmıştır (138).

a) Bireysel İşletmelerin ve Şahıs Şirketlerinin, Şahıs Şirketlerine Devri

1- İşletmelerin şahıs şirketlerine satılması durumu

Faaliyetidurdurulan bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından doğan kazançlar gelir vergisi kanununun mükerrer 80. maddesi gereğince ticari kazanç niteliğindedirler. Bu nedenle bu kazançlara ticari kazanç hükümlerinin uygulanması gerekmektedir.

(138) Şahıs şirketleri ile T.T.K. hükümlerine göre kurulan Kollektif ve Adi Komandit Şirketler ile B.K.'na göre kurulan Adi Şirketler, bireysel işletmeler ile de gene B.K.'na göre kurulan ferde işletmeler kastedilmektedir.

2- İşletmelerin şahıs şirketlerine sermaye olarak katılması durumu

İşletmelerin faaliyetlerine son verilerek bir şahıs şirketine devrolunmaları durumunda, devir dolayısıyla ortaya çıkan kazançları G.V.K.'nın m. 80/6 hükmü uyarınca vergiye tâbi olacaktır. Bu nedenle, bireysel işletmelerin, şahıs şirketlerine sermaye olarak konulması durumunda da, işletmenin elden çıkarılması tarihine kadar olan faaliyet döneminin kazanç dolayısıyla verilecek yıllık gelir vergisi beyannameğine değer artış kazancı da dahil edilecektir (139).

b) Bireysel ve şahıs işletmelerinin sermaye şirketlerine devrolunması

1- Sermaye şirketlerine satılma

Faaliyeti durdurulan bu tür işletmelerin kısmen veya tamamen bir sermaye şirketine satılmaları halinde de, G.V.K.'nın mükerrer 80. maddesi uyarınca elde edilen kazanç ticari kazanç niteliğindedir. Bu hüküm dolayısıyla da, ortaya çıkan değer artışları vergiye tâbi olacaktır.

2- Sermaye şirketine sermaye olarak konulma

Bireysel işletmeler ile şahıs şirketlerinin, sermaye şirketine sermaye olarak konulması, kuruluş sırasında veya sermaye arttırımı yapılması suratiyle sonradan mümkün olacaktır (140). Her iki halde de G.V.K.'nın 81. maddesi gereği ilgili nevilere işlemelerin maddede belirtilen koşullara uydukları takdirde değer artışının hesaplanmayacağı ve vergileneceği hükmü bağlanmıştır. Yasanın ilgili maddesinin 2. fıkrası vergilendirilmeyecek değer artışı kazançlarından birisi olarak, bilânço esasına göre kazanç hesaplanan

(139) Y. Ömer, O. Genç, A. İyibilir : Tüccarlar ve Serbest Meslek Erbabının Vergi Rehberi , Ankara, 1983, S. 581.

(140) CAN, İ. : Ferdi İşletmelerin Devri Şirketlerin Nevi Değiştirmesi Birleşme ve Devir, Vergisi Dünyası, IV, 1983, İstanbul, S. 34.

bireysel işletmenin bir sermaye şirketine devredilmesi veya dönüştürülmesini (141) düzenlenmiştir. Aynı maddenin 3 nr.11 bendinde de kollektif veya adi komandit şirketin bir sermaye şirketi olarak biçim değiştirmesinin hangi koşullar altında vergiye tâbi tutulmayacağını göstermiştir (142).

İşletmelerin sermaye şirketlerine sermaye olarak konulmasında gerekli koşullar şunlardır (143):

-Sermaye şirketine devredilecek bireysel işletme bilanço esasına göre defter tutmalıdır.

-Bireysel işletmenin veya kollektif veya komandit şirketin bilançosu aktif ve pasifiyle bütün halinde sermaye şirketine devrolunmalıdır.

-Sermaye şirketine devredilen işletmenin sahiplerine devir bilançosuna göre hesaplanan öz sermaye tutarında pay verilmelidir. Yukarıdaki hükümler uyarınca bu tür işletmelerde gerçekleştirilen birleşmeler vergilenme dışında kalacaktır.

(141) Dönüşüm, bir başka deyişle nev'i değiştirme, çalışmanın kapsamı dışındadır. Nev'i değiştirme (dönüşüm) en geniş anlamı ile bir işletmenin hukuki biçiminin başka bir hukuki biçime dönüştürülmesidir. Sadece ticaret şirketleri için söz konusudur. Bkz. T.T.K. m. 152-268-553-555).

(142) UZUN, H. İ. : Bireysel İşletmenin Biçim Değiştirmesi, Vergi Dünyası, Sayı 5, Ocak 1982, S. 67.

(143) TÜFEKÇIOĞLU, N. : Sermaye Şirketlerine Dönüşümle İlgili Değişiklik Hükümleri ve Uygulamada Karşılaşılan Bazı Sorunlar, Vergi Dünyası, Sayı 8, Nisan 1982, S. 47.

3- TÜMDEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Çalışmanın bu bölümüne kadar olan kısımlarında, işletmeler arası birleşmeler incelenmeye çalışılırken, tmdeğerlemenin, birleşmelerdeki işlevine açıklık getirilerek, öneminin vurgulanmasına çalışılmıştır.

Bu bölümde ise, tümdeğerleme olgusunun gerçekleştirilmesinde kullanılan muhasebe yöntemleri incelenecektir. Yöntemlerin amacı, birleşmede işletmelerin ekonomik ve mali durumunu tam olarak yansıtan bir tümdeğer saptanması olgusunda yoğunlaşmaktadır. Bu nedenle, bir yandan değerleme olgusu için tek bir yöntem dşnlememekte, işletmenin yapısına, koşullara ve amaçlara uygun çeşitli yöntemleri sürülmektedir. Öte yandan, değer kavramının subjektifiliği ise, sayısız değerleme yöntemlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Ancak bu yöntemler çoğu özel vakalar için geçerli olduklarından genelleştirilme olanakları bulunamamıştır. Çalışmada, konvansiyonel kaynaklarda rastlanılan yöntemler gruplandırılarak incelenme yoluna gidilmiştir.

Konvansiyonel kaynaklarda rastlanılan tümdeğerleme yöntemleri dört grupta ele alınmıştır:

Birinci grupta, tümdeğerlemede kârları temel alan yöntemler incelenmiştir.

İkinci grupta ise, zvarlıkları temel alan tümdeğerleme yöntemleri açıklanmıştır.

nc grup ise karma yöntem biçiminde tanımlanabilen, kârları ve zvarlıkları beraberce temel alan yöntemlerden oluşmaktadır.

Dördüncü ve son grubu ise, şerefiyeyi temel alarak işletmenin tümdeğerini saptamaya çalışan yöntemler oluşturmaktadır.

Ayrıca sözü edilen bu tümdeğerleme yöntemlerine ilveten, bölümün son kısmında bir öneri değerleme yöntemi de geliş-

tirilmeye çalışılmıştır.

30- KÂRI TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Tümdeğerleme olgusunda kârları temel alan yaklaşıma dayanan yöntemler bu kısımda açıklanmaya çalışılmıştır.

Yaklaşım temelini, birleşen işletmenin zaman içerisinde yaratacağı kârlar oluşturmaktadır. Yaklaşımda yöntemlere temel alınan kârlar büyük ölçüde birleşme sonrasında da birleşenin eski kârlılık seviyesini koruyacağı varsayımına dayanmaktadır. Kârlılık seviyesinin korunması ise birleşme öncesindeki yönetiminin başarısının sürekli olacağı konusunda yoğunlaşmaktadır.

300- Yıllar İtibarıyla Değişken Kârların Bugünkü Değeri Yöntemi

3000- Yöntemin Açıklanması

Teoride değerlendirme süreci açık bir varsayıma dayanmıştır. Bu varsayıma göre işletmenin değeri zaman içerisinde sağlayacağı kârların toplam değerine eşittir (144). İşletmeler arası birleşmelerde de birleşilen işletme, birleşenin ilerdeki kârları devir almakta, bir başka deyişle, birleşme öncesindeki bireysel kâr ile, birleşme sonrasındaki kâr arasındaki farkı, satın almaktadır. Teorik değerlendirme süreci ile bu yaklaşım arasındaki fark ise; kârların kestirilmesi ve gerçekçi bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesinde görülmektedir (145).

(144) BEDFORD, N.M. - PERY, K. W. - WYATT, R. A. : a.g.e., S. 150.

(145) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 420-423.
-HICHENS, A. : Valuing A Company For Acquisition, Investment Analyst, 1967, P. 12, S. 3.
RAPPAPORT, A. : Financial Analysis For Mergers And Acquisitions, Mergers And Acquisitions Journal, Winter, 1976 S. 19-23.
ZEFF, A. - KELLER, F. : Financial Accounting Theory Issues And Controversies, London, 1965, S. 214.
-STAPLETON, R. C. : The Acquisition As a Capital Budgeting Problem, Journal Of Business, Finance and Accounting, Summer 1975, S. 192.

Yukarıda açıklanan durum, matematiksel olarak

$$V = \frac{C}{i} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

biçiminde ifade edilebilmektedir. Burada:

V = Kârların bugünkü değerini

C = Yıllık ilâve kârı (Birleşme öncesi kâr ile birleşme sonrası kâr arasındaki olumlu fark)

n = Yılları

göstermektedirler.

Örnek olarak; birleşme sonrasında, kârdan yıllık olarak sabit ve sürekli 2.000.000.- TL.'lik artışın sağlandığı, iskonto oranının % 10 olduğu ve artışın elde edilme süresinin 25 yıl olduğu varsayıldığında, yöntemle göre birleşilen işletme açısından, birleşen işletmenin tümdeğeri:

$$\frac{2.000.000.-}{0,10} \left[1 - \frac{1}{(1+0,10)^{25}} \right] =$$

20.000.000.- x 9,077 = 181.540.000.- TL.'dir.

Birleşilen işletme, birleşen işletme için 18.154.000.- üzerinde bir tümdeğeri kabul etmek istemeyecektir. Kârların iskontosuna dayanan tümdeğerlemedeki bu akış mutlaka büyüme olgusu ile karakterize edilmelidir. Büyümenin yöntemle ilâvesi, yıllık kârlara değişken bir nitelik kazandıracak, böylece de yöntem daha gerçekçi bir hale ulaşacaktır (146).

(146) MURARD, D.G. : Valuation of Companies by interpretation of Financial Data, 8th Congress E.F.F.A.S., Paris, 1974, S. b₁₅

Büyüme olgusu, matematiksel formda aşağıdaki seri ile verilebilir,

$$V = \frac{C}{1+i} + \frac{C(1+g)^1}{(1+i)^2} + \frac{C(1+g)^2}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C(1+g)^{n-1}}{(1+i)^n}$$

Burada:

$$n = 1, 2, 3, 4, \dots, n$$

g = Büyüme oranını ifade etmektedir (147).

1 numaralı formülden

$$V = \frac{C}{1+i} \left[1 + \left(\frac{1+g}{1+i} \right) + \left(\frac{1+g}{1+i} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1+g}{1+i} \right)^{n-1} \right]$$

$$V = \frac{C}{1+i} \left[\frac{1 - \left(\frac{1+g}{1+i} \right)^n}{1 - \left(\frac{1+g}{1+i} \right)} \right]$$

$$V = \frac{C}{1+i} \left[\frac{(1+i)^n - (1+g)^n}{(1+i)^{n-1} (i-g)} \right]$$

Bu formda gerekli sadeleştirmeler yapılarak

(147) Diğer semboller daha önce açıklanmıştır.

$$V = C \left[\frac{1 - \left[\frac{1+g}{1+i} \right]^n}{i-g} \right]$$

formuna ulaşılır.

İşletmenin sürekliliği kavramından ve büyümenin devamlı olacağı varsayımından hareketle, işlemin sonsuza kadar devam edeceği öngörülmüştür.

Birleşme olgularında genellikle belirli istatistik ve-ya üretim yöntemlerinden yararlanılarak işletmenin ileriye dönük kârları hakkında gerçeğe yakın öngörüler yapılabilir.

Örnek: İşletmenin ilerideki 5 yıl için kârlarının sırası ile 100.000.- TL., 120.000.- TL., 500.000.- TL., 900.000.- TL. olacağı kestirilmiştir. Sonraki yıllar için ise büyümenin işkolu düzeyinin % 4'lük hızına bağlı kalacağı işletmenin faydalı ömrünün 50 yıl olduğu görüşü benimsenmiştir. Bu durumda 1 numaralı formülden (148);

$$V = \frac{100.000}{(1,10)} + \frac{120.000}{(1,10)^2} + \frac{500.000}{(1,10)^3} + \frac{900.000}{(1,10)^4} + \frac{2.600.000}{(1,10)^5} + \dots + \frac{2.600.000(1,04)^{45}}{(1,10)^{50}} =$$

29.224.219,317.- TL. olarak ilgili yönteme göre işletmenin tümdeğeri saptanmış olacaktır.

(148) Burada formül geliştirilerek

$$V = \sum_{n \geq 1} \frac{C(1+g)^{n-1}}{(1+i)^n} = \sum_{n \geq 1} \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

biçiminde düşünülebilir.

Ancak bu gormülde görüldüğü gibi $i =$ iskonto oranının sabit olacağı varsayılmıştır. i 'nin her yıl için farklı olacağı düşünülduğünde formül:

$$V = \sum_{n \geq 1} \frac{C_n}{(1 + i_1)(1 + i_2) \dots (1 + i_n)} \quad \text{biçimine dönüşür.}$$

Bu iki formülde de $n =$ yıllar birer tam sayı olarak dikkate alınmıştır. İşletmenin tümdeğerini saptamada daha kısa zaman aralıklarına inilmek istendiğinde (örnek olarak 5 sene 27 gün gibi) formülün entegral ile hesaplanması gerekli olmaktadır. Bu durumda ise belirtilen formül:

$$\int_0^{+\infty} \frac{C(n)}{(1 + i)^n} dn = \text{biçimine dönüşecektir.}$$

Bkz. FRUCHART, D. - MOINECOURT, M. : Les Modeles Devaluation Par Le Recherche D'une Valeur Intrinseque, 8th Congress E.F.F.A.S., Paris, 1974, S. a₁-a₁₇.

3001- Yöntemin Uygulanması

Yöntemin uygulanması:

- Gelecek yıllara ait kârların kestirilmesi,
- Hesaplamanın dayanacağı kârlara ait yılların kestirilmesi,
- Uygun iskonto oranının seçimi

aşamalarından oluşmaktadır.

a) Gelecek yıllara ait kârların kestirilmesi

Gelecek yıllara ait kârların çok uzun dönem için kestirilmesi oldukça güçtür. Bu nedenle çözüm, kârların kısa dönem için kestirilerek belli bir aşamadan sonra sabit varşayılmasıdır. Bu aşamaya ise 5 yıl gibi kısa bir süre sonucunda ulaşılabılır (149). Bazı durumlarda birleşme sonrasında birleşilen işletme, birleşen için ilâve harcamalar yapmak zorunluluğunda kalabilir. Birleşmeden beklenen olası yararlar bu ilâve harcamaya bağlı olabilir. Dolayısıyla, kârlar ele alınırken unutulmaması gereken bir noktadır.

b) Hesaplamanın dayanacağı kârlara ait yılların kestirilmesi

Hesaplamanın dayanacağı kârlara ait yılların kestirilmesi, örtülü olarak işletmenin yaşam süresinin kestirilmesi biçiminde anlaşılmaktadır.

Kuruluş sözleşmesinde aksine bir kayıt bulunmadıkça bir ticari kişiliğin ömrünün sonsuz olarak devam edeceği kabul edilmektedir. Bu nedenle bütün ölçme işlemleri ile faaliyetlerin ve durum değerlendirilmesi bu yönden yapılmaktadır. Ticari kişiliklerin sürekliliği kavramı, modern ekonomiye sermaye şirketleriyle beraber girmiştir. Bu şirketlerin ömrü,

(149) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 421.

sahip ve yöneticilerin ömrüne bağlı olmamaktadır. Modern ticari kişilikler, genellikle bir veya birden fazla belirli amacı sürekli olarak gerçekleştirmek için kurulmuşlardır (150). Ancak işletmenin sürekliliği kavramı kârlara ait yılların hesaplanmasında, güçlük oluşturmaktadır. Bu yüzden, belirli bir sürecin kabul edilmesi yöntemin uygulanmasına esneklik getirmektedir.

c) Uygun iskonto oranının seçimi

İskonto oranı birleşme öncesinde taraflar açısından önem taşıyan bir konudur. Birleşmenin gerçekleşmesi, bir başka deyişle, böyle bir yatırım kararı, büyük ölçüde yatırımın finansman kararı ile ilişkilidir. İşletmenin tümdeğerinin saptanmasında, görüldüğü gibi ilgili yöntemde değerlendirmeyi yapan kişinin önceden belirlemiş olduğu bir iskonto oranını kullanma zorunluluğu vardır.

Bu oran taraflarca, birleşmenin çekiciliğini ölçmeye yarayan bir araçtır. Genellikle, birleşmenin finansmanında kullanılan kaynakların maliyetini yansıtmaktadır (151).

İskonto oranının belirlenmesinde teoride, çeşitli görüşler yer almaktadır. İskonto oranı:

- İşletmenin sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması
- Ülkedeki genel faiz oranı (153)

Bu faiz oranı ise:

- Devlet tahvilleri faiz oranı,
- Özel işletmelerin tahvil faiz oranı ortalaması

(150) D.P.T. : Muhasebenin Temel Kavramları ve Genel Kabul Görmüş Muhasebe Prensipleri, İstanbul, 1970, S. 19.

(151) Bkz. SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 424.

(152) BIERMAN, H. - SMIDT, S. : The Capital Budgeting Decision New York, 1969, S. 32.

(153) VIEL, J. - BREDT, O. - BENARD, M. : a.g.e., S. 63.

biçiminde ileri sürülmüştür. Ancak çalışma konumuz açısından, hesaplamalarda kullanılan iskonto oranı birleşilen işletmenin sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasına dayanmaktadır. Amaç mümkün olduğu kadar birleşmenin maliyetinin düşürülmesidir (154). Birleşmenin finansmanında sunulan seçenekler farklı maliyetlere sahiptirler. Bu yüzden birleşilen işletme, kendisi açısından düşük maliyetli, birleşen işletme ise birleşmeyi cazip gösterebilmek için en uygun seçeneği ele almak zorundadır (155).

Birleşmede kullanılan finansman seçeneklerinin (156), birleşilen işletmenin sermaye yapısına olan tesirinin de göz önünde tutulması gereklidir. Örneğin, işletmenin borçlanma yoluyla kaynak sağlaması, işletmenin sermaye yapısı içerisindeki borcun oranını arttırmış ve böylece de, bu düzeyden sonra borçla kaynak temininin maliyeti artmış olacaktır. Dağıtılmayan kârların kaynak temininde kullanılması ise, daha sonra sermaye artışı ile sağlanacak kaynakların maliyetini arttıracaktır. Bu yüzden, kullanılan iskonto oranı sonraki sermaye paketinin ortalama maliyeti olmalıdır. Bu sermaye maliyeti marjinal sermaye maliyeti olarak tanımlanır (157).

(154) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 422.
-STAPLETON, R. C. : a.g.m., S. 192.

(155) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 422.

(156) Finansman Seçenekleri: Hisse Senedi İhracı, Tahvil İhracı, Borç Senedi veya Nakit...

(157) Sermaye maliyetinin hesaplanmasındaki güçlük, sermaye maliyetinin bizzat kendisini bir risk unsuru olarak ortaya koymaktadır. Bu nedenle en iyi yol marjinal sermaye maliyetinin ele alınmasıdır.

Bkz. PETRY, G. H. : An Unidentified Corporaterisk Using the Wrong Cost of Funds, Business Topics Autumn, 1975, S. 57-65.

Sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması

a) Cari sermaye maliyeti,
b) Marjinal sermaye maliyeti
biçiminde ele alınmaktadır.

Bir işletme açısından cari sermaye maliyeti çeşitli biçimlerde sağlanan kaynakların ağırlıklı ortalamasının saptanması ile elde edilir.

$I_o = W_d \cdot I_d + W_e \cdot I_e + \dots$ gibi.

Burada

I_0 = Cari sermaye maliyetini,

W_d, W_e, \dots = Kaynakların toplam içindeki oranını,

$I_d, I_e \dots$: Kaynağın vergiden sonraki maliyetini göstermektedir.

Bkz. PETRY, H.G. : a.g.m., S. 58.

Marjinal sermaye maliyeti ise:

İşletmenin yeni temin edeceği kaynakların maliyetini ayrı olarak hesaplaması ile ilgilidir. Sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması geleneksel yaklaşımı yansıtmaktadır. Bir başka deyişle, sermaye yapısında olabilecek bir değişimin, sermaye maliyetini etkileyeceği varsayımına üstü kapalı da olsa dayanmaktadır.

Bkz. AKGÜÇ, Ö. : a.g.e., S. 444.

Tam aksini savunan zıt bir başka görüşe göre ise (MOOGLIANI - MILLER görüşü), işletmenin sermaye yapısındaki değişikliğin sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasını değiştirmeyeceğidir. Bir başka deyişle, sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalamasının sürekli olarak sabit olduğudur.

Bkz. TEKOK, Ö. : Yatırım ve Finanslama Kararlarının Finans Fonksiyonu İçersindeki Gelişimi, Ankara, 1973, S. 86-98.

Gelecekteki gelişmelerin kestirilmesindeki güçlük, iskonto oranının sadece sermaye maliyeti düzeyinde belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Birleşme olgularının birçoğunda var olan risk ve belirsizliğin karşılanması amacıyla değerlendirme yöntemlerine aksettirilmesi benimsenmiştir. Riskin, iskonto oranı ile olan doğrudan ilişkisi birleşme ile ilgili kararı verecek tarafları etkileyecektir. Bu durumda risk bazı olasılık dağılımı hesapları veya bir iskonto oranı biçiminde karar ile ilgili hesaplamalara dahil edilir (158).

Risk ile belirsizlik arasında bir ayırım yapılması, bir örnekle açıklanabilir. Örneğin, gelecekteki olaylar çok farklı olabilirler. Fiyatların % 5, % 15 veya % 25 arttırılması olasılığı vardır. Fakat bu çeşit olasılıkların gerçekleşme derecesi daha önceden bilinirse bu durum risk ile tanımlanır. Buna karşın olasılıkların derecesi daha önceden belirlenemez ise bu durum belirsizlik biçiminde açıklanır (159). Bir başka deyişle, kararlar olasılık dağılımına göre veriliyorsa riskten söz edilebilir. Aksi halde ya belirlilik ya da belirsizlik vardır (160). Belirlilik dünyasında bir işletmenin tümdeğeri, gelecekteki kârların piyasa faiz oranının (riskten bağımsız) iskonto oranı olarak kullanılması ile elde edilen bugünkü değeridir. Belirsizlik veya risk durumunda ise iskonto oranı olgudan olguya değişmektedir (161).

(158) PEKER, A. : Yönetim Muhasebesi, 2.kitap, İstanbul, 1979, S. 13.

(159) HATİPOĞLU, Z. : Ayrıntılı İşletme Finansmanı, İstanbul, 1975, S. 245.

(160) BÜKER, S. : Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir, 1976, S. 36.

(161) GLASGO, P. W. : Valuation of Savings And Loan Associations, Michigan, 1981, S. 16.

Risk kaynağı olarak; işletmenin kendisi, bağlı bulunduğu endüstri kolu ve ülke genel koşulları ileri sürülmüştür (162). Ülke genel koşulları olarak:

- Politik ve sosyal durum,
- Ekonomik durum,
- Ekonominin gelişme trendi,
- Rekabet,
- Hukuk kuralları.

Genel koşullara bakıldığında, o anda ülkede uygulanan ekonomik politika ile, ekonominin genel durumunu yansıtmaktadır (Enflasyon, deflasyon, bunlar karşısında uygulanan para ve maliye politikaları gibi). Ayrıca, bu koşullar altında piyasadaki rekabet ve işletmenin karşısına çıkan diğer hukuk kurallarıdır (163). İşletmenin kendisinin ve bağlı bulunduğu endüstri dolayısıyla ortaya çıkan risk ise, kaynakları itibarıyla (164):

- Finansal risk,
- Yönetim riski,
- Endüstri riski

biçiminde belirlenebilirler.

(162) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M.: a.g.e., S. 66-70.

-Risk kaynakları itibarıyla, sistematik veya sistematik olmayan risk olarak da bölümlenebilir. Sistematik risk, makro düzeydeki faktörlerin ortaya koyduğu, sistematik olmayan risk ise işletmenin ye ait olduğu endüstri koluna dolayısıyla ortaya çıkan risk biçiminde ele alınmıştır. Bkz. : BÜKEN, S. : a.g.e., S. 36.

-Bazı kaynaklarda ise risk, özel ve genel ekonomik risk biçiminde tanımlanmaktadır. Ayrıca özel riske yatırım riski de denilmektedir.

Bkz. VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M.: a.g.e., S. 63-73

(163) Buna açık bir örnek olarak bazı ülkelerde rekabeti kaldırmak için ortaya çıkan kartel ve tröstleri önleyici yasalar gösterilebilir.

(164) BÜKEN, S. : a.g.e., S. 42-50.

Finansal risk, işletmenin finansal yükümlülükleri ile ilgili olan risktir. Finansal risk her ne kadar borç/öz sermaye (165) oranına bağlı ise de kesin değildir. İşletmenin organizasyonuna, yönetime, beşeri gücüne, endüstri koşullarına göre ayrı ayrı derecelerde oluşur (166). Yönetim hataları, işletmenin kârlılığı ve geleceği üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu konuda hazırlıksız karşılaşılan işçi grevleri, iyi korunamadığı ve sigorta ettirilmediği için kaybedilen satışlar ve ikameleri bulunmadığı halde kaybedilen hammadde sağlayıcıları sayılabilir (167).

Endüstri riski ise, endüstri kolu düzeyindeki etkilerin ortaya koyduğu risk, biçiminde ele alınmaktadır.

Çalışmada, riskin hesaplara yansıtılmasında iskonto oranının risk primi kadar (168) yükseltilmesi ilk olasılık dağılımı yaklaşımları kısaca açıklanmaya çalışılacaktır (169).

(165) Geleneksel yaklaşıma göre.

(166) PEKER, A. : a.g.e., S. 105.

(167) BÜKER, S. : a.g.e., S. 49.

(168) Yabancı kaynaklarda "The risk premium" biçiminde ele alınan bu tanım Türkçeye "risk primi" olarak çevrilmiştir. Bkz. BIERMAN, H.-SMIDT, JR.S.: a.g.e., S. 168-169.

(169) Riskin hesaplara katılmasında başka yaklaşımlar da vardır. Ancak çalışmada sadece ikisi ele alınmıştır. Bkz. WESTON, F.J. - BRIGHAM, F.E. : a.g.e., S. 247-326. -Riskin hesaplanmasına ilişkin yaklaşımların yanısıra, bazı yazarlar riskin belirli oranlar arasında değişebileceğini varsaymışlardır. Jonas, riskin sektörden, sektöre, işletmenin boyutu ile değişeceğini ileri sürmüş, ancak bu oranın genel faiz oranının % 1,5-2,5 üzerinde olacağını ileri sürmüştür. Bkz. JONAS, "Die bestimmung des kapitalisierungsungszing gusse", S. 492. -Ayrıca, bazı devlet kuruluşları tarafından benzer oranlar yayınlanmıştır. "Berlin şehri fiyatlar bürosu" tarafından 3 Eylül 1946'da yayınlanan "Endüstri işletmelerinde maliyetlerin hesaplanması ve kâr marjları yönergelerinde: Riskin hesaplama faaliyeti için gerekli aktif varlığın % 1'i veya iş hacminin % 1'i oranında ilâve edilmesine izin vermiştir. -18 Ocak 1952'de Viyana'da "İşletme Ekonomisi Enstitüsü'nün" bünyesinde faaliyet gösteren, "İşletme Ekonomisi Komitesi" tarafından ticari riskin ortalama iş hacminin % 2'si veya aktif değerinin % 4'ü olarak hesaplanabildiğini ileri sürmüştür. Bkz. VIEL, J.-BRETT, Q.-RENARD, M. : a.g.e., S. 66-73.

1- İskonto oranının yükseltilmesi

Yaklaşımın esası, sermayenin maliyetinin ağırlıklı ortalaması üzerine risk priminin ilâve edilmesinden oluşmaktadır. Risk primi teoride tartışmalı, fakat uygulamada kullanılmaktadır (170).

$$I_d = W_M + \alpha$$

I_d : İskonto oranı

W_M : Sermayenin ortalama ağırlıklı maliyeti

α : Risk primi.

İskonto oranının risk primi kadar yükseltilmesi ile kârların bugünkü değeri, bir başka deyişle, işletmenin tümdeğeri daha düşük hesaplanabilmektedir. Yaklaşımın eleştirilen yönü ise, riskin subjektif öngörülecek saptanmasıdır (171).

2- Olasılık dağılımı yaklaşımı

Yaklaşımın esası, birleşme sonrasındaki kârların dağılımının belli bir olasılık içerisinde ele alınarak risk derecesini belirlemektir. Olasılık dağılımında dağılmanın ölçüsünü standart sapma oluşturmaktadır. İlgili yaklaşım, temelde iki yatırım projesindeki kârların beklenen değerlerinin, standart sapmalarına oranı ile elde edilen varyasyon katsayı ile karşılaştırılarak risk derecesinin ölçülmesi ile ilgilidir (172).

(170) KARATAŞ, C. : Social Cost Benefit Analysis And a Comparison of the Little Mirrlees And Unido Approaches To Project Appraisal, Project Evaluation and Management, Organisation of the Islamic Conference, Ankara, 1983, S. 54-55

TEKOK, O. : Finansal Yönetim, Finansal Plânlama Yatırım Politikası, Ankara, 1980, S. 62.

(171) HAWKINS, C. J. - REARCE, D. W. : Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, (Çev. Bora Ocakçioğlu), London, 1971, S. 87.

(172) WESTON, F.J. - BRIGHAM, F. E. : a.g.e., S. 282-288.

3002- Yöntemle İlgili Bir Örnek

10.10.1984 tarihinde A ve B işletmeleri tarafından plânlanan birleşme için, birleşen işletme durumundaki B'nin, birleşme koşullarının saptanmasına bir hazırlık niteliğinde, birleşilen tarafından tümdeğerinin belirlenmesi istenmektedir. Yöntemin uygulanması için gerekli bilgiler aşağıdaki gibidir: İşletmenin gelecekteki dört yıl için kârlarının saptanması Tablo 05'de görüldüğü gibi yapılan araştırma sonuçlarına göre gerçekleşme olasılıkları ile beraber verilmiş ve sırasıyla beklenen ortalama değerleri: 410.000.-, 365.000.-, 310.000.- ve 320.000.- TL. olarak kestirilmiştir. Sonraki yıllar için ise, büyümenin işkolu düzeyinin % 5'lik hızına bağlı kalacağı ve işletmenin faydalı ömrünün ise 24 yıl olacağı öngörülmüştür. İskonto oranı ise % 12 varsayılmıştır.

TABLO- 05
ÖNGÖRÜLEN KARLAR VE GERÇEKLEŞME OLASILIKLARI

BEKLENEN GELİRLER	1. SENE	2. SENE	3. SENE	4. SENE
200.000.-	0,05	0,10	0,20	0,10
250.000.-	0,20	0,30	0,40	0,40
400.000.-	0,25	0,30	0,30	0,50
500.000.-	0,50	0,30	0,10	0,00
	<u>1,00</u>	<u>1,00</u>	<u>1,00</u>	<u>1,00</u>

200.000.- x 0,05	10.000.- x 0,10	20.000.- x 0,20	40.000.- x 0,10	20.000.-
250.000.- x 0,20	50.000.- x 0,30	75.000.- x 0,40	100.000.- x 0,40	100.000.-
400.000.- x 0,25	100.000.- x 0,30	120.000.- x 0,30	120.000.- x 0,50	200.000.-
500.000.- x 0,50	250.000.- x 0,30	150.000.- x 0,10	50.000.- x 0,00	0
BEKLENEN ORTALAMA DEĞER	<u>410.000.-</u>	<u>365.000.-</u>	<u>310.000.-</u>	<u>320.000.-</u>

$$V = \frac{410.000.-}{(1,12)} + \frac{365.000.-}{(1,12)^2} + \frac{310.000.-}{(1,12)^3} + \frac{320.000.-}{(1,12)^4} + \dots + \frac{320.000.- (1,05)^{20}}{(1,12)^{24}} =$$

$$V = 336.071.- + 290.976.- + 220.622.- + 203.366.- + 55.938.- =$$

$$= 1.136.973.-$$

İlgili yönteme göre B işletmesinin tün değeri 1.136.973.- TL.'dir.

301- Yıllar İtibariyle Sabit Kârın Peşin Değeri
Yöntemi

3010- Yöntemin Açıklanması

İşletmenin tümdeğerlemesinde kârların ve iskonto oranının kestirilmesi ile ilgili güçlük, olgunun daha basite indirilmesi zorunluluğunu ortaya koymuştur. Tümdeğerleme olgusunda sık olarak kullanılmakta olan bu yöntem, işletmenin randıman değerine dayanmaktadır. Kestirilen kârların, uygun bir kapitalizasyon oranı ile peşin değerinin belirlenmesine randıman (verim) değeri denilmektedir (173). Kestirilen kârların gerçekleşmesi birleşme açısından belirlenen amaçlara ulaşmada bir gösterge olmaktadır. Yöntem:

$$V = \frac{E}{i}$$

biçiminde ifade edilmektedir. Burada:

V = İşletmenin tümdeğeri

E = Yıllar itibariyle sabit kâr'ı

i = Kapitalizasyon oranını oluşturmaktadır (174).

Bir işletmenin yıllar itibariyle kestirilen sabit kârının, 100.000.- TL. kapitalizasyon oranının 0,30 olduğu varsayıldığında işletmenin tümdeğeri:

$$V = \frac{E}{i} = \frac{100.000.-}{0,26} = 384.615.- \text{ TL. olmaktadır.}$$

Daha önce de belirtildiği gibi, bu yöntemin uygulanmasında, uygulamanın kolaylaştırılması amacıyla, yıllar itibariyle sabit bir kâr ele alınmış, böylece bir önceki yönteme göre daha süratli bir tümdeğerin elde edilmesi olanaklı hale gelmiştir.

(173) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S.
-LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 22.

(174) Kapitalizasyon oranının seçiminde, teoride çeşitli gö-

rüşler yer almaktadır, Bir görüşe göre, bu oran endüstrinin ortalama kâr oranıdır.

Bkz. VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 63-64.

-VELSCH, G.A. - ZLATKOVICH, C. T. - WHITE, J. A. : Intermediate Accounting, Illinois, 1968, S. 361.

Bir başka görüşe göre ise sermayenin maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır.

Bkz. AKGÜÇ, Ö. : a.g.e., S.458.

PINAR, C. : Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Bileşimi, İzmir, 1970, S. 38-64.

Yabancı kaynakların bazılarında kapitalizasyon oranı ile aynı anlamda bir çarpan kullanılmaktadır. Bu çarpan hisse senedinin temettü piyasa değeri oranıdır. Ancak çarpan, bir yatırımcının bir işletmenin az sayıda hisse senedini satın almak istediği zaman için düşünülmüş bir orandır. İşletmenin tamamının satın alınması (birleşmesi için düzeltilmesi gerekmektedir. Yeni yönetim transfer edilen varlıklar üzerinde bir egemenlik kurmuştur. Bu nedenle kârlar ve büyüme potansiyeli yeni yönetimin görüşü altında biçimlenecektir.

Bkz. SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 424.

3011- Yöntemin Uygulanması

İşletmelerin tümdeğerlemede kullanılan bu yöntemin, uygulanması ile ilgili aşamalar:

- Kârların kestirilmesi amacıyla geçmiş dönemler arasından, belli bir zaman parçasının seçimi,
- Kârı oluşturan kalemler üzerinde gerekli düzeltmelerin yapılarak yeterli miktarın belirlenmesi (175)
- Kapitalizasyon oranının saptanması

işlemlerinden oluşmaktadır.

Yöntemin uygulanmasındaki kolaylık, kârın yıllar itibariyle sabit varsayılmasındadır. Genellikle 3 ile 5 yıllık geçmiş dönem kârlarının incelenmesiyle, işletmenin kâr yaratma kapasitesi üzerinde geleceğe yönelik kararlar verilebilmektedir (176).

Örnek olarak, işletmenin tümdeğerini belirlemede kullanılacak, yıllar itibariyle sabit kârın kestirilmesi amacıyla, geçmiş dört yıllık bir dönem (1979-1982) seçilerek incelenmiştir.

<u>YILLAR</u>	<u>NET KARLAR</u>
1979	40.000.- TL.
1980	44.000.- TL.
1981	34.000.- TL.
1982	42.000.- TL.
TOPLAM KAR	160.000.- TL.

(175) Bu işlemin gerçekleştirilmesinde, amortismanlar, şüpheli alacaklar ve benzer kalemlerde düzeltmeler yapılırken, birleşme dolayısıyla yönetimin etkinleşmesi ve birleşmeden doğan synerjizm dikkate alınmalıdır.

(176) BEDFORD, N.M.-PERY, K.W.-WYATT, R.A.: a.g.e., S. 155.

Dört yıllık kâr toplamı yıl sayısına bölündüğünde yıllık 40.000.- TL.'lık bir ortalama kâr elde edilebilmektedir (177). Elde edilen ortalama kâr kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilerek işletmenin tümdeğeri bulunabilmektedir. Yıllar itibariyle sabit varsayılan kârın, yöntemde kullanılan biçimine göre, üç ayrı görüş ortaya çıkmıştır. Bu görüşler yöntemde kullanılan kârın:

- Vergi ve faiz sonrası kâr,
- Vergi sonrası kâr,
- Vergi ve faiz öncesi kâr

biçiminde olması, üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu olgu, işletmenin tümdeğerlemesindeki farklı amaçlara dayanmaktadır (178).

3012- Yöntemle İlgili Bir Örnek

1.11.1984 yılında A ve B işletmeleri tarafından gerçekleştirilmesi plânlanan birleşme için birleşen işletme B'nin tümdeğerinin belirlenmesi istenmektedir. Yöntem için gerekli, B işletmesine ait bilgiler aşağıdaki gibidir:

<u>YILLAR</u>	<u>NET KARLAR</u>
1979	1.100.000.-
1980	1.800.000.-
1981	2.100.000.-
1982	3.500.000.-
1983	4.000.000.-
TOPLAM KAR	12.500.000.-

(177) Bu ortalama ağırlıklı ortalama olabileceği gibi, yakın geçmişteki semereleşme daha fazla ağırlık veren bir ortalama da olabilir. Burada ele alınan basit aritmetik ortalamadır.

Bkz. SAMUELSON, J. M. - WILKES, F.M. : a.g.e., S. 424.
- GÜLÇÜR, F. K. : İstatistik Metodları, İstanbul, 1979, S. 187-188.

(178) BEDFORD, N.M.-PERY, K.W.-WYATT, R.A.: a.g.e., S. 155.

Kapitalizasyon oranı ise % 20'dir. Burada yöntemde kullanılacak kâr ortalaması, beş yıllık genel toplam içindeki göreceli önemleri göz önüne alınarak hesaplanmak istendiğinde ağırlıklı ortalamanın kullanılması gereklidir.

Ağırlıklı aritmetik ortalama:

$\frac{\sum XW}{\sum W}$ biçiminde ifade edilmektedir (179). Burada

\sum = Toplamları

X = Yıllık kârları

W = Göreceli ağırlığı belirtmektedir.

YILLAR	X	W	XW
1979	1.100.000.-	0,09	99.000.-
1980	1.800.000.-	0,14	252.000.-
1981	2.100.000.-	0,17	357.000.-
1982	3.500.000.-	0,28	980.000.-
1983	4.000.000.-	0,32	1.280.000.-
5 Yıll	$\sum = 12.500.000.-$	$\sum W = 1$	$\sum XW = 2.968.000.-$

$$\text{Ağırlıklı Ortalama} = \frac{\sum XW}{\sum W} = \frac{2.968.000.-}{1} = 2.968.000.- \text{ TL.}$$

Böylece yıllar itibariyle sabit varsayılacak kâr elde edilmiş olacaktır. İlgili kâr, kapitalizasyon oranı ile kapitalize edildiğinde işletmenin tümdeğeri

$$V = \frac{E}{i} = \frac{2.968.000.-}{0,20} = 14.840.000.- \text{ TL.}$$

olarak saptanabilir.

302- Yöntemlerle İlgili Eleştiriler

Her iki yöntemde, kârların kestirilmesinde geçmiş dönemlere ait kârları temel alınmaktadır. Her ne kadar geçmiş 3 ile 5 yıllık kârların aritmetik ortalaması, ağırlıklı ortalaması veya yakın geçmişteki yıllara daha fazla önem veren ortalamalar kullanılmakta ise de, yine de geçmiş performans temel alınmaktadır. Gelecek kârların belirlenmesinde, geçmişe dayanılması tartışılacak noktadır (180).

Her iki yöntemde sadece kârlar dikkate alınmaktadır. Birleşme sonrasında, birleşilen işletmeye transfer edilen varlıkların değeri ise hiç dikkate alınmamaktadır (181).

Özellikle, ikinci yöntemde, kârların değişik dönemlerde oluşmalarına rağmen, kolaylık sağlama açısından homojen kabul edilmeleri tartışma konusudur (182). Ayrıca gelecek kârların kestirilmesinde yeni yönetimin, işletme varlıklarını farklı bir amaç için kullanmak isteyebileceği dikkate alınmamaktadır (183). Yeni yönetimin böyle bir anlayışla hareket etmesi gelecek kârların kestirilmesine ilişkin görüşlerde önemli bir sapma yaratabilir.

(180) BEDFORD, N.M. - PERY, K. W. - WYATT, R. A. : a.g.e., S. 424.

(181) LOMARTİRE, G. : a.g.e., S. 279.

(182) LOMARTİRE, G. : a.g.e., S. 280.

(183) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 425.

31- ÖZVARLIKLARI TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Buraya kadar incelenen yöntemler, tümdeğerleme olgusunda, sadece kârları temel alan bir yaklaşıma dayanmaktaydı. Ancak tümdeğerin sadece bu açıdan ele alınması sonucunda ortaya çıkan eleştiriler, özellikle yeni yönetimin transfer ettiği varlıkları kullanmaktaki özgürlüğü, olgunun varlıklar açısından da ele alınmasını zorunlu kılmıştır. Özvarlıkları temel alan değerleme yöntemleri, kârlarını temel alan değerleme yöntemlerine alternatif olarak ileri sürülmüşlerdir.

Yaklaşımın temelini, işletmenin gelecek kârları değil, fakat birleşilenin kendi özgür yönetiminde kullanarak kârları yaratacağı birleşenden devir aldığı varlıklar bütünü oluşturmaktadır. Birleşme sonrası, yöneticilerin görevlerini bırakmaları halinde, kârları öngörülen seviyede tutabilmenin herhangi bir garantişi kalmayacaktır. Birleşilen işletme, birleşenin yöneticilerini de devir almamaktadır. Bu nedenle, birleşme sonrasında yöneticilerin yeni işletmeden ayrılmamaları konusunda herhangi bir taahhüt elde edememektedir.

Kârlara dayanan değerleme yöntemleri, eski yöneticilerin görevlerinde kalacağı veya yeni yöneticilerin aynı kârlılık seviyesini koruyacakları varsayımına dayanmaktadır (184). Varsayımın doğrulanmadığı hallerde ise, en azından işletmenin varlıkları transfer edilmiş olmaktadır.

Bu olgu, yönetimin birleşmedeki önemini vurgulamakta ve kârların dayanan yöntemlerin kullanılması durumunda, yönetim değişmezliğinin varsayım olarak kabul edilmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bir başka deyişle birleşen işletme mevcut yönetimi ile faaliyet gösterdiğinde, kârlar üzerinden yapılan değerleme, varlıklar üzerinden yapılan değerlemeye göre daha anlamlı gibi görülmektedir. Ancak herhalükârda geçmiş kâr seviyelerinin korunacağı anlamını taşımamaktadır.

(184) SAMUELS, J. M. - WILKES, C. M. : a.g.e., S. 425.

Varlıkları temel alan yöntemler, muhasebe disiplininin zaman içindeki gelişimine paralel bir evrim göstermişlerdir. İşletmelerin her türlü mübadele ve diğer sosyal işlemlerinde bir temel ifade, bir karşılaştırmalı ölçü olarak kendini gösteren para, fiyatlar genel seviyesindeki değişiklikten etkilenerek muhasebenin temel prensiplerinden para ölçüsü kavramının, değişken bir boyuta sahip olmasına neden olmuştur. Böylece tarihi maliyetleri esas alan yöntemler, fiyatlar genel seviyesindeki değişikliklerden ve özellikle yükselişlerden etkilenmiş ve varlıkların yanlış değerlendirilmelerine neden olmuştur. Zaman içinde, para ölçüsünün değişken boyutuna çare olarak muhasebe disiplininde, değişkenliklerin hesaplara yansıtılmasını sağlayan çeşitli görüşler ileri sürülmüştür. Değerleme yöntemleri de bu görüşlerden etkilenmiş ve farklı bir yapıya sahip olmuşlardır.

310- Özvarlık Değeri Yöntemi

3100- Yöntemin Açıklanması

İşletmenin tümdeğerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eden bir yöntemdir (185). Bir başka deyişle, işletmenin varlık ve bu varlığın kaynakları ile ilgili bilgileri içeren finansal tablosundan hareketle öz varlığın belirlenmesi işlemidir.

Varlık ve kaynakları ayrıntılı olarak kapsayan finansal tablo ise bilançodur. Bilanço, işletme tarafından kullanılan faaliyet araçlarının değerleri ile bu araçların elde edilmesi için yararlanılan kaynakları göstermekte (186) ve

(185) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 270-273.

-RICHOU, M. : a.g.m. S. a₂-a₃.

-HUNT, P. - WILLIAMS, C. H. - DONALDSON, G. : Basic Finance, Illinois, 1971, S. 554.

-BEDFORD, N.M. - PERY, K. W. - WYATT, R. A. : a.g.e., S. 149-150.

-BAYNES, H.T.A. : Share Valuations, London, 1974, S. 151.

(186) D.P.T. : a.g.e., S. 10.

matematiksel bir denkleme benzemektedir (187). Ayrıca kendisini oluşturan iki tablonun birbirine eşitliğini ortaya koymakta, bu eşitliğe ise temel muhasebe denklemi denilmektedir (188). Eşitliğe göre:

$$\text{VARLIKLAR} = \text{KAYNAKLAR}$$

$$\text{KAYNAKLAR} = \text{ÖZKAYNAKLAR} + \text{YABANCI KAYNAKLAR'dır.}$$

İşletmenin özvarlığı temel muhasebe denkleminde hareketle aşağıdaki gibi gösterilebilir (189).

$$V = A - D$$

Burada:

V = İşletmenin tümdeğerini,

A = Varlıkları,

D = Borçları

ifade etmektedirler (190).

3101- Yöntemin Uygulanması

Yöntem uygulanması açısından basit ve süratlidir. Bu niteliği dolayısıyla uygulamada çoğunlukla kullanılmaktadır. Belli bir andaki öz varlığı, işletmenin zaman içerisindeki büyümesini ve dolayısıyla da yönetimin başarısını ortaya koymaktadır (191).

(187) ERKURAL, K. : Muhasebe, Prensipler ve Uygulamalar, İstanbul, 1982, S. 133.

(188) SOLAŞ, Ç. : Finansal Muhasebe I, İstanbul, 1981, S. 33-36.

(189) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₃.

(190) Borçlar = Yabancı Kaynaklar anlamındadır.

(191) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂.

Yöntemin uygulanması:

- İşletmenin bilançosunda görülen aktif ve pasif kalemlerin sınıflandırılması,

- Kalemlerin defterler ve hesaplarda oluşan ve ancak buralardan hesaplanarak bulunan değerleri ile değerlendirilmesi (192),

- Aktif ve pasif kalemlerin cebrik toplamının alınması işlemlerinden oluşmaktadır.

Öz varlık değeri yönteminde, aktif kalemler dikkate alınırken sadece maddi varlıklar ele alınmaktadır. Yöntemin özelliği gereği, maddi varlıkların somut olarak tanınabilmesi ve envanteri mümkündür (193). Bu amaçla yöntemin uygulanmasında gayri maddi varlıklara herhangi bir değer verilmemektedir (194). Ancak, değer yerilmeyen gayri maddi varlıklar yönünden tanınabilirlik ve envanterlerinin yapılabilmesi söz konusudur. Ele alınmayacak olan gayri maddi varlık sadece işletmenin kâr elde etme gücüne bağlı olan şerefiye (goodwill)'dir.

(192) Kalemlerin elde edilen değerleri, defter değerleridir. Defter değeri, hatalar ve muhasebe uygulamasında yeknesaklığı bozan yöntemler dikkate alınarak düzeltildikten sonra, değerlemenin yapıldığı tarihte ve bu tarih itibarıyla düzenlenmiş muhasebe kayıtlarının veya bunlara dayanılarak hazırlanmış bilançonun yansıtacağı tutarı ifade eder.

(193) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 271.

(194) Bilançonun bu anlayışla ele alınması ile elde edilecek değer tablosu işletmenin tasfiye değeri ile çoğu kez karışmaktadır. Finansal durumu gösteren bilanço, varlıkların içinde bulunulan zamandaki değerini veya tasfiye halinde bunların satışından elde edilecek para tutarını gösteren bir tablo değildir.

Bkz. D.P.T.: a.g.e., S. 9.

Nitekim daha sonraki yöntemlerde, nedenleri açıklanmaya çalışılacaktır.

Örnek olarak X A. Ş.'nin 31 Aralık 1983 tarihli bilançosu ele alındığında,

X A.Ş. BİLANÇOSU
31.12.1983
(000 TL.)

AKTİF		PASİF	
<u>DÖNEN VARLIKLAR</u>		<u>ÖZ SERMAYE</u>	
Kasa	500.-	Esas Sermaye	70.000.-
Bankalar	1.500.-	Yedek Akçeler	3.000.-
Alacak Senetleri	1.000.-	Dönem Kârı	4.000.-
Müşteriler	100.-		
<u>DURAN VARLIKLAR</u>		<u>BORÇLAR</u>	
İştirakler	1.000.-	Satıcılar	100.-
Binalar	70.000.-	Bankalar	2.000.-
Demirbaşlar	5.000.-		
AKTİF TOPLAMI	<u>79.100.-</u>	PASİF TOPLAMI	<u>79.100.-</u>

yöntemin ifadesi olan

$$V = A - D \text{ formülünden;}$$

$$V = 79.100.- - 2.100.- = 77.000.- \text{ TL.'dir.}$$

Elde edilen bu tutar X İşletmesinin öz varlık yöntemine göre saptanan tümdeğeridir.

Yöntem, uygulanması açısından, birleşme, tasfiye ve iflâs hallerinde basit bir takdir amacıyla temel bir yaklaşım

görevi üstlenmektedir (195). Ancak klâsik muhasebe görüşü içinde, fiyatlar genel seviyesinin değerler üzerindeki etkisini yansıtmadığından pek fazla önem taşımamaktadır. Yöntem, sonuçlar açısından tartışılabilir olmasına rağmen, birleşme hallerinde net varlıkların yeniden değerlendirildiği zaman belirli bir güç kazanmaktadır (196).

3102- Yöntemle İlgili Bir Örnek

Z A.Ş., Y A.Ş. ile birleşme hazırlığı içerisindedir. Z A.Ş. yöneticileri, birleşme koşullarının saptanmasından önce Y'nin tümdeğeri ile ilgili bilgiye sahip olmak istemektedirler. Tümdeğerin belirlenmesinde öz varlık değeri yönteminin kullanılmasına karar verilmiştir. Y A.Ş. 31.12.1983 tarihli bilânçosu aşağıdaki gibidir:

(195) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂.

(196) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂.

Y A.Ş. BİLANÇOSU
31.12.1983
(00 TL.)

AKTİF

I- DÖNEN VARLIKLAR

Kasa ve bankalar		5.650.-	
Hisse senetleri ve tahviller		3.000.-	
Alacak senetleri	3.000.-		
Müşteriler	3.425.-		
Şüpheli alacaklar	590.-		
Çeşitli alacaklar	1.000.-		
Eksi şüpheli alacak karşılığı	570.-		
Reeskont	<u>75.-</u>		
Alacaklar (net)		7.370.-	
Stoklar	8.000.-		
Değerini kaybeden stoklar	75.-		
Eksi değerini kaybeden stoklar karşılığı	<u>50.-</u>		
Stoklar (net)		8.025.-	
Öteki dönen varlıklar		<u>85.-</u>	
Dönen varlıklar toplamı			24.130.-

II- DURAN VARLIKLAR

Maddi duran varlıklar			
Arazi ve arsalar		5.000.-	
Binalar	75.625.-		
Makineler	10.495.-		
Özel maliyet	500.-		
Eksi birikmiş amortismanlar	<u>21.250.-</u>		
Maddi duran varlıklar (net)		65.370.-	
Maddi olmayan duran varlıklar			
Kuruluş giderleri	2.565.-		
Eksi birikmiş amortismanlar	1.500.-		
Maddi olmayan duran varlıklar (net)		1.065.-	
Duran varlıklar toplamı			71.435.-
Aktif toplamı			<u>95.565.-</u>

PASİF

I- KISA SÜRELİ BORÇLAR

Banka kredileri	5.500.-
Borç senetleri	3.460.-
Eksi prekont	<u>40.-</u>
Borç senetleri (net)	3.420.-
Satıcılar	3.225.-
Çeşitli borçlar	850.-
Öteki kısa süreli borçlar	<u>45.-</u>
Kısa süreli borçlar toplamı	13.040.-

II- UZUN SÜRELİ BORÇLAR

Banka kredileri	10.000.-
Uzun süreli borçlar toplamı	10.000.-

III-ÖZ SERMAYE

Esas sermaye	60.000.-
Yedek akçeler	5.000.-
Dağıtılmamış kârlar	2.985.-
Dönem kâr ve zararı	<u>4.540.-</u>
Öz sermaye toplamı	72.525.-
Pasif toplamı	<u>95.565.-</u>

Yöntemde, tümdeğerin saptanmasında kullanılacak aktif ve pasif kalemlere ait hesap grupları aşağıdaki tabloda sınıflandırılmıştır.

TABLO- 05

<u>AKTİF HESAPLAR GRUBU</u>	<u>TUTARLAR</u>	<u>PASİF HESAPLAR GRUBU</u>	<u>TUTARLAR</u>
Dönen varlıklar	2.413.000.-	Kısa süreli borçlar	1.304.000.-
Duran varlıklar	<u>7.143.500.-</u>	Uzun süreli borçlar	<u>1.000.000.-</u>
	<u>9.556.500.-</u>		<u>2.304.000.-</u>

Bulunan bu değerler yöntemin temel ifadesi olan formüle uygulandığında Y İşletmesinin tümdeğeri:

$$V = (9.556.500.-) - (2.304.000.-) = 7.252.500.- TL.$$

olarak saptanabilmektedir.

311- Yeniden Değerlenen Özvarlık Değeri Yöntemi

3110- Yöntemin Açıklanması

Özvarlık değeri yönteminde fiyatlar genel seviyesindeki değişmelerin etkisi yansıtılmadığından, ilgili yöntemin, birleşme olgusunda sadece basit bir takdir yaklaşımı biçiminde kullanılmasının olanaklılığına yer verilmiştir. Ancak yöntemin güç kazanabilmesinin ise, özvarlığın yeniden değerlendirilmesi ile gerçekleşeceği belirtilmeye çalışılmıştır. Yeniden değerlendirilen özvarlık değeri yöntemi, özvarlık değeri yönteminden elde edilen bir yöntem olup, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesi işleminden oluşmaktadır (197). Bir başka deyişle, özvarlık değeri yöntemine göre, işletmenin tümdeğeri

$$V = A - D$$

biçiminde ifade edilmekteydi. Bu yöntemde ise, A ile belirtilen net varlıkların, tarihi maliyetlerinin cari değerlere yükseltilmesi ile elde edilecek olan değerden, borçların çıkarılması ile, işletmenin tümdeğeri belirlenmektedir. Olgu

$$V = A_{cv} - D$$

biçiminde aritmetik bir ifade ile saptanabilir. Burada; A_{cv} = Net varlıkların cari değerlerini göstermektedir (198).

(197) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂.

(198) Diğer sembollerin ifade ettikleri anlamlar aynen özvarlık yönteminde olduğu gibidir.

3111- Yöntemin Uygulanması

Yöntemin uygulanması:

- Varlıkların sınıflandırılarak belirlenmesi,
 - Varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere yükseltilmesi,
 - Varlıkların cari değerlerinin toplamından, borç toplamının çıkarılarak işletmenin tümdeğerinin bulunması
- aşamalarından oluşmaktadır.

Yöntemi, özvarlık değeri yönteminden ayıran temel nokta, varlıkların tarihi maliyetlerinden cari değerlerine yükseltilmesi olgusudur. Bir başka deyişle, varlıkların net değerlerinin cari cari para birimi ile ifade edilmesini, yani yeniden değerlemesini temel almaktadır.

Fiyat hareketlerinin önemli sonuçlarından biri, işletmenin sahip olduğu varlıkların geçmiş dönem paralarıyla gösterilmesi nedeniyle, finansal tabloların gerçeği yansıtan belgeler olmaktan çıkmalarıdır. Yeniden değerlemenin amaçlarından birisi ise, duran varlıkların finansal tablolarda cari değerleriyle yer almasını sağlamaktır (199). İşletmenin tüm varlıkları incelendiğinde genellikle, duran varlıklara yapılan

(199) UMAN, N. : a.g.e., S. 25-29.

Yeniden değerlemenin zorunlu olup olmamasına göre yeniden değerlendirme:

- a- Zorunlu yeniden değerlendirme,
- b- İsteğe bağlı yeniden değerlendirme,
- c- Özel veya firma içi yeniden değerlendirme

olmak üzere üç grupta toplanmaktadır. Yöntemin içeriği açısından yapılan yeniden değerlendirme, bunlardan özel veya firma içi yeniden değerlemeyi kapsamaktadır. İşletmelerin gerçek durumlarına öğrenebilmek için yaptıkları yeniden değerlendirme olarak da tanımlanmaktadır.

Ülkemiz mevzuatında 205 sayılı yasayla V.U.K. eklenen geçici 11 maddenin, 2791 sayılı yasayla değiştirilerek bir defadaya mahsus gerçekleştirilen yeniden değerlendirme, bu nedenle çalışma konumuz dışındadır.

giderler dışında kalan giderlerin, ekonominin cari fiyat düzeyini yansıttığı görülür (200). Dolayısıyla dönen varlıklarda değer düzeltiminin yapılması söz konusu değildir (201). Yeniden değerlendirilecek varlıkların değerlendirilmesinde:

- Takdir yoluyla değerlendirme yöntemi,
- Katsayılar yöntemi,
- Karma yöntem

kullanılmaktadır (202).

Takdir yoluyla yapılan değerlemede, değerlemeye tâbi tutulacak duran varlığın, değerlendirme günündeki değerinin uzmanlar tarafından takdir edilerek yeniden değerlendirilmesidir. Değer kavramının subjektifliği ve her sabit varlığa ayrı ayrı değer biçilmesindeki güçlük yöntemin uygulanmasını zorlaştırmıştır.

Katsayılar yöntemi ile yeniden değerlemede, yeniden değerlendirme katsayıları tarihi maliyet değerleri ile çarpılır. Elde edilen değerlere göre finansal tablolar yeniden düzenlenir. Katsayılar yöntemi ile yeniden değerlendirilmede, gerçek bir değerlendirilmeden çok muhasebe verilerinden hareketle, geleneksel finansal tabloların düzeltilmesi söz konusu olmaktadır. Yöntemin temelini yeniden değerlendirme katsayılarının saptanması oluşturmaktadır. Katsayıların belirlenmesinde altın fiyatları

(200) LALİK, Ö. : İşletmelerde Firma Değerinin (Şerefiye) Muhasebe Açısından İncelenmesi, Ankara, 1975, S. 65.

(201) Dönen varlıklarda da değer düzeltimine gidilebilir. Konu geleneksel muhasebe ilkelerine göre hazırlanan finansal tabloların enflasyon muhasebesine göre düzeltilmesi ile ilgilidir. Ancak yöntem açısından sadece sabit varlıklarda değer düzeltimine gidilmiş ve diğer tüm varlıkların finansal tablolarda aşağı yukarı cari değerleri ile gözükmesi varsayılmıştır.

(202) ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, S. 160-161.

-BEDFORD, N. M. - PERY, K. W. - WYATT, R. A. : a.g.e., S. 156.

veya fiyat endeksleri esas alınmaktadır (203). Paranın satın alma gücündeki değişmeler, endekslerin yardımıyla ölçülmekte ve elde edilen katsayılar, tarihi maliyet değeriyle çarpılarak varlıklar cari para değeriyle ifade edilmektedir. Yöntemin güç yanı, katsayılar temel alınacak olan endekslerin seçiminde gözükmektedir. Bu amaçla:

- Genel fiyat,
- Spesifik fiyat,
- Geçinme fiyatı

endeksleri temel alınabilir (204).

Konumuz açısından yeniden değerlendirme işleminde, varlıkların kapsamı ile ilgili bir spesifik endeks yerine, genel bir endeksin kullanılması, paranın değer kaybını daha iyi yansıttığından tercih edilmektedir (205).

Karma yöntemin temelini diğer iki yöntemin birlikte kullanılması oluşturmaktadır. Yeniden değerlendirme prensip olarak katsayılar kullanılarak yapılmalı, yalnız yeniden değerlendirme sonucu varlıklara verilen değerler bunların cari değerlerini aşmamalıdır (206).

İşletmelerin tümdeğerlemesinde, varlıkların yeniden değerlendirilmesi işleminin katsayılar yöntemi ile gerçekleştirilmesi, ilgili değerlendirme yönteminin uygulama hızını arttıracaktır.

(203) Çalışma konusu ile doğrudan ilişkili olmadığından altın esası ele alınmayacak, endeks esasına ise kısaca değinilecektir.

(204) SOLAŞ, Ç. : Para Değerindeki Değişmelerin Muhasebeye Yansıtılması, İstanbul, 1974, S. 21.

(205) RICHOU, M. : a.g.m., S. a_2 - a_3 .

Paranın değerindeki düşmeyi en iyi ölçen endeksin hangisi olduğu teoride tartışmalıdır. Her endeksin kendisine göre üstün ve zayıf yönleri olduğu ileri sürülmüş bu nedenle de yeniden değerlemede kullanılacak endeks konusunda görüş birliğine rastlanamamıştır.

(206) ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, S. 161.

Tarihi maliyetlerin cari değerlere dönüştürülmesi i-
lemi; varlıkların tarihi maliyet verilerinin önce cari yıla
ait endeks rakamına bölünerek, gerçekleştirilebilir (207).

zvarlık değeri yönteminin uygulanması sırasında var-
lıklar net değerleri ile kullanılmılardı. Bu yöntemin uy-
gulanmasında ise, varlıkların yine net muhasebe değerleri i-
le kullanılması, yeniden değerleme olgusu, zorunluluğu karşı-
sında varlıklara ait birikmiş amortismanların da değer dzel-
timine tâbi tutulmasını gerekli kılmaktadır. rnek olarak,
aşağıdaki gibi bir tablo aracılığı ile varlıkların net cari
değerleri toplamı belirlendiğinde, bu toplamdan tüm borçların
ıkarılması ile, yöntem gereği işletmenin tümdeğeri saptanmış
olacaktır.

(207) BEDFORD, N. M. - PERY, K. W. - WYATT, R. A. : a.g.e.,
S. 157.

Böylece her iki endeksin birbirine oranlanması ile, yeni-
den değerlemeye esas olacak katsayı elde edilmiş olacak-
tır.

TABLO- 06

1	2	3	4	5	3 x 5	4 x 5	(3x5)-(4x5)
YILLAR	ENDEKS	VARLIKLARA AİT TARİHİ MALİYETLER	VARLIKLARA AİT BİRİK- MİŞ AMOR- TİSMAN	KATSAYI	VARLIKLARA AİT CARİ DEĞERLER	VARLIKLARA AİT BİRİK- MİŞ AMOR- TİSMAN CARİ DEĞERLERİ	VARLIKLARIN NET CARİ DEĞERLERİ
1979	100	10.000.-	3.000.-	190/100	19.000.-	5.700.-	13.300.-
1980	130	25.000.-	5.000.-	190/130	36.538.-	7.307.-	29.231.-
1981	165	50.000.-	5.000.-	190/165	57.575.-	5.757.-	51.818.-
1982	190	30.000.-	-	190/190	30.000.-	-	30.000.-
		115.000.-	13.000.-		143.113.-	18.764.-	124.349.-

3112- Yöntemle İlgili Bir Örnek

Yöntemin uygulamasında, özvarlık değeri yönteminde kullanılan bilânçodan yararlanılmıştır. Amaç iki yöntem arasında bir karşılaştırma olanağı yaratmaktır (208). Daha önce de belirtildiği gibi, sadece duran varlıklar yeniden değerlemeye tâbi tutulmuşlardır. Maddi duran varlıklarla ilgili bilgileri içeren tablo aşağıdaki gibidir.

TABLO- 07
(00 TL.)

SIRA NO.	VARLIKLAR	TARİHİ MALİ-YETLER	AKTİFE GİRİŞ TARİHİ	BİRİKMiŞ AMORTİSMAN TUTARI
1	ARAZİ VE ARSALAR	5.000.-	1.4.1978	-
2	BİNALAR	75.625.-	5.10.1979	15.478.-
3	MAKİNELER	10.495.-	6.5.1980	5.372.-
4	ÖZEL MALİYET	500.-	3.3.1980	400.-
		<u>91.620.-</u>		<u>21.250.-</u>

İlgili yıllara ait toptan eşya fiyatları endeksleri de aşağıdaki gibidir (209).

(208) Bkz. S. 99.

(209) D.I.E. Aylık İstatistik Bültenleri.

Ülkemiz uygulamasında en çok kullanılan endeksler toptan eşya fiyatları endeksleri olduğundan, çalışmada tercih edilmiştir.

TABLO- 08

1963-1983 YILLARI ARASINDA TOPTAN EŞYA
FİYATLARI ENDEKSLERİ

YILLAR	KONJONKTÜR DAİRESİ TOPTAN EŞYA FİYATLARI ENDEKSİ	İSTANBUL TİCARET ODASI TOPTAN EŞYA FİYATLARI ENDEKSİ
1963	100,0	100,0
1964	101,2	99,0
1965	109,4	104,3
1966	114,7	111,7
1967	123,4	119,1
1968	127,3	122,1
1969	136,5	132,2
1970	145,7	144,8
1971	168,9	166,2
1972	199,3	195,6
1973	240,1	236,7
1974	311,8	300,4
1975	343,2	334,6
1976	396,6	392,6
1977	492,1	504,3
1978	750,8	774,8
1979	1.230,7	1.357,0
1980	2.550,6	2.581,9
1981	3.488,4	3.463,2
1982	4.369,2	4.410,5
1983	5.708,0	5.649,3

Endeksler yardımıyla maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesi ilişkisindeki tablo ile düzenlenmiştir.

TABLO- 09
(00. TL.)

1	2	3	4	5	3 x 5	4 x 5	(3x5)-(4x5)
YILLAR	ENDEKS	VARLIKLARA AİT TARİHİ MALİYETLER	VARLIKLARA AİT BİRİK- MİŞ AMOR- TİSMAN	KATSAYI	VARLIKLARIN CARİ DEĞERLERİ	VARLIKLARA AİT AMOR- TİSMANLARIN CARİ DEĞERLERİ	VARLIKLARIN NET CARİ DEĞERLERİ
1978	750	5.000.-	-	5708/750	38.054.-	-	38.053.-
1979	1231	75.625.-	15.478.-	5708/1231	350.665.-	71.770.-	278.895.-
1980	2551	10.495.-	5.372.-	5708/2551	23.484.-	12.020.-	11.465.-
1980	2551	500.-	400.-	5708/2551	1.119.-	895.-	224.-
		<u>91.620.-</u>	<u>21.250.-</u>		<u>413.322.-</u>	<u>84.685.-</u>	<u>328.637.-</u>

Borçlarla ilgili bilgiler ise TABLO 10'da açıklanmıştır.

TABLO- 10
(00 TL.)

KISA SÜRELİ BORÇLAR	13.040.-
UZUN SÜRELİ BORÇLAR	10.000.-
BORÇLAR TOPLAMI	<u>23.040.-</u>

Yukarıdaki tablolarda mevcut verilerden hareket edilerek ilgili yöntem çerçevesinde işletmenin tümdeğeri;

$$V = 32.863.700.- - 2.304.000.- = 30.559.700.- \text{ TL.}$$

olarak saptanır.

312- Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi

3120- Yöntemin Açıklanması

Düzeltilmiş özvarlık değeri yöntemi de diğer özvarlıklarla ilgili yöntemler gibi aynı temele dayanmaktadır. Ancak bu yöntemi diğerlerinden ayıran başlıca özellik, işletme bilançosuna kayıtlı varlıkların yeniden biçimlendirilmesi ve gerçek değerlerinin kestirilmesi işlemidir (210). Bir başka deyişle yöntem, işletme aktifine kayıtlı ve işletmenin verimli biçimde sürekliliğini temin amacıyla gerekli tüm varlık kalemlerinin gerçek değerlerinin takdirini öngörmekte ve elde edilen bu değerler toplamından, işletmede kullanılmayan ve gerekli olmayan tüm varlık kalemlerinin çıkarılmasını içermektedir. Öte yandan varlık kalemlerinin gerçek değerlerinin

(210) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂-a₄.

belirlenmesi dışında; ödenmesi gereken tüm borçların işletme için değerlendirme günündeki değeri ile, finansal tablolara kaydedilmemiş veya değerlemede yararlanılan finansal tabloların hazırlanmasından sonra doğmuş riskler ve görünmeyen taahhütler için, pasif kalemlerin değerlendirilmesi yapılarak işletmenin tümdeğerinin belirlenmesine çalışılır (211). Olgular;

$$V = A_c - B_c$$

biçiminde matematiksel bir ifade ile saptanabilir. Burada:

A_c = Net varlıkların gerçek değerini,

B_c = Borçların ve diğer tüm taahhütlerin işletme için ifade ettiği değeri (212).

göstermektedirler.

Bu biçimde ortaya konan tümdeğerleme olgusu, daha önce ele alınan ve belli bir açıdan düşünülerek belirlenen tümdeğerlerden daha doğru ve güvenilir bir özvarlık değeri ortaya koymaktadır. Sınırlı bir biçimde de olsa, işletmenin süreklilik ve büyüme potansiyelinin kestirilmesini olanaklı bir duruma getirmektedir.

Yöntemde sözü edilen gerçek değer: bir varlığın fiziki nitelikleri, sağladığı kazanç ve diğer nitelikleri nedeniyle belirlenen değer biçiminde tanımlanmıştır. Gerçek değer, genelde piyasa değerini açıklayıcı bir kavram olarak kullanılmaktadır. Şöyle ki, her varlığın piyasa değerinin gerçek değerine çok yakın çıkması beklenir. Ancak piyasa değeri, zaman zaman, gerçek değerden sapmaktadır. Bu sapma ise rasyonel olarak açıklanmayacak nedenlerden ileri gelmektedir (213).

(211) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₃.

(212) İşletme için ifade ettiği değer cari değer anlamındadır.

(213) GÖNENLİ, A. : a.g.e., S. 176.

Yöntemin başarılı bir biçimde uygulanabilmesi: varlıkları oluşturan kalemlerin incelenerek; yıpranma, işletme faaliyeti için gereklilik ve para değerindeki değişmeler dikkate alınarak işletme için gerçek değerlerinin belirlenmesi işlemlerine dayanmaktadır.

Bu açıklamaların ışığı altında, varlıklar yönünden tümdeğerinin belirlenmesi:

- Tüm varlıkların belirlenerek, cari değerlerinin saptanması,

- Varlıkların saptanan cari değerlerinin, varlıkların işletme faaliyetindeki kazanç yaratma kapasitesi dikkate alınarak gerçek değerlerine düzeltimi

işlemlerini gerektirmektedir (214).

Tüm varlıkların belirlenerek cari değerlerinin saptanması ise:

- Varlıkların envanterinin yapılması ile; yapılarına, miktarlarına ve buldukları yer açısından sınıflandırılmaları,

- Varlıkların; fiziki durumları, niteliği, faydalı ömrü, depolanabilmesi, ikâme edilebilirliği, işletme faaliyetinde kullanılma olanakları dikkate alınarak sınıflandırılmaları,

- Sınıflandırılan tüm varlıkların muhasebe değerlerinden cari değerlerine yükseltilmesi

işlemlerini içermektedir (215).

(214) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 19.

(215) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 20.

Varlıklar, nitelikleri yönünden ise;

- Faydasız, faydalanılmayan veya gerekli olmayan varlık kalemleri,

- Faydalı, fakat henüz kullanılmamış veya artık kullanılmayan varlık kalemleri,

- Doğrudan faydalanılan varlık kalemleri

biçiminde sınıflandırılmaları gerekmektedir.

Bu işlemlerin yapılması sırasında faydalanılan veya faydalanılmış varlıkların normal koşullar altında veya sınırlı bir ölçüde faydalanabilme olanaklarının olup olmadığının araştırılması gerekmektedir.

İlgili yöntemde, cari değerlerin kestirilmesi işlemi, tümdeğeri belirleyecek uzman tarafından yapılmaktadır. Bir önceki yöntemde cari değeri belirlemede kullanılan endeksler, genelde bu yöntem için geçerli değildir. Ancak bazı hallerde başvurulmaktadır.

Varlıkların saptanan cari değerlerinin işletme faaliyetinde kazanç yaratma kapasitesi dikkate alınarak gerçek değerlerine düzeltimi ise; değerlemeye tâbi tutulacak varlıkların nicelik ve niteliklerinin belirlenmesinden sonra, bunların bir yönden işletme faaliyetinin sürekliliğindeki rolleri diğer yandan da elden çıkarılması halinde bulacakları pazar değerlerinin saptanmasıdır (216). Öte yandan borç kalemleri yönünden yapılması gereken işlemler ise (217):

- Tüm (kayıtlı ve kayıtsız) borç kalemlerinin saptanarak, bunların değerlendirme gününde işletme için ifade ettikleri değerlerin belirlenmesi,

(216) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 38.

(217) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₄.

- Tüm diğer görünen veya görünmeyen riskler, taahhütler için bir karşılığın saptanmasından oluşmaktadır.

3121- Yöntemin Uygulanması

a- Varlık Kalemlerinin Saptanması

İşletmenin sürekliliği ve gelir sağlama kapasitesinin korunmasına yönelik her faktörün bir değer taşıdığı dikkate alındığında akla gelecek ilk soru değerlemeye tâbi tutulacak varlıkların saptanması ile ilgilidir.

Bir işletmenin tüm aktif değerlerini oluşturabilecek varlıklar aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (218):

- Finansal tablolara taşınabilen ve teker teker değerlendirilen varlık kalemleri, Bu kalemler, işletmelerin finansal tablolarında görülen her türlü mevcutlar ve alacaklardır.

- Finansal tablolara kısa bir süre için taşınabilen, ancak genelde taşınmayan ve başlangıçtan itibaren değerlemeye tâbi tutulan değerler, bunlara örnek:

- Örgütlenme giderleri,
- Araştırma ve geliştirme giderleri

gösterilebilir.

- Mali tablolara taşınmaya elverişli olmayan değerler. Bunlar için özel bir değerlendirme yapılmaz. Örnek olarak:

- İşletme tarafından yaratılan şerefiye değeri,
- Ticari ilişkilerin değeri,
- İşletmenin pazar payı,

- İşletmenin yetişmiş insan gücü değeri

gösterilebilmektedir.

Bir işletmenin tüm aktif değerlerini oluşturabilecek bu kalemlerden 2. ve 3. sıralarda belirtilen değerlerin elde edilmesi için harcanan gayret ve özverilerin tamamının para birimi ile ölçülmesi eğer olanaklı olsaydı, işletmenin tümdeğerinin belirlenmesinde dikkate alınması gerekirdi (219). Ancak, düzeltilmiş özvarlık değeri yöntemi de, varlıkları temel alan diğer değerlendirme yöntemlerinde olduğu gibi, gayri maddi varlıkları envanterinin ve para birimi ile ölçülmesinin olanaksız olduğu varsayımıyla tümdeğerin hesaplanmasında dikkate almamıştır (220).

Öte yandan, daha önce belirtildiği gibi, tümdeğerin belirlenmesinde, bütün kayıtlı veya kayıtsız değerler dikkate alınmamaktadır. Bunlar: işletmenin sürekliliği veya potansiyel kapasitesi için gerekli olmayan kalemlerdir. Bu yüzden mevcut aktifler, işletme faaliyeti için gerekli ve gereksiz olmaları temelinde sınıflandırılmalıdır (221). Ayrıca aktifi oluşturan kalemlerden yeterince faydalanılıp faydalanılmadığının araştırılması da olgunun diğer bir yönünü oluşturmaktadır. İlgili sebeplerin sonucu olarak işletme faaliyeti için gerekli olmayan ve faydalanılmayan kalemleri ayırarak, ayrıca değerlemek daha uygun gözükmektedir. Bu ayırımın içeriğini:

- Uzun dönemde yatırım amacıyla inşa edilmiş binalar,
- İşletme faaliyeti dışındaki gayrimenkuller,
- Araziler,

(219) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 35.

(220) Ancak tüm gayri maddi varlıklar için söz konusu değildir. İleride belirtilecektir. Burada bir başka özellik de, varlıkların işletme bütününden ayrıldıkları zaman bireysel olarak bir değer bulabilmeleridir.

(221) Daha önce de belirtilmişti. Bkz. S. 110.

- Yatırım amacıyla satın alınmış artık işletme amaçlarına herhangi bir katkı sağlamayan hisse senedi ve iştirakler,

- Spekülatif veya satılmayan stoklar,

- Satınalma yoluyla işletmeye aktarılan peştemallık,

- İşletmenin esas sermayesine ilâve edilmesi gereken sermaye taahhütleri

v.b. kalemler oluşturmaktadır.

Bunların aksine, gayrimaddi varlıklardan: haklar, patentler, marka vb., işletme bütününden ayrıldıkları zaman bireysel olarak değer bulabilenlerin tüm değer belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir (222).

b- Varlık Kalemlerinin Değerlemesi

Varlık kalemlerinin değerlemesi, kalemlerinin cari değerinin bulunması, ile gerçek değerlerine düzeltimi işlemlerini kapsamaktadır. Bu işlemler, nitelik ve nicelikleri belirlenen varlıkların bir yandan işletme faaliyetinin sürekliliğindeki rollerinin belirlenmesi, diğer yandan varlıkların elden çıkarılmaları halinde bulacakları değerlerin kestirilmesidir. Finansal tablolarda muhasebe değerleri ile gözükten varlıklar, aşağıda bilanço bölümlenmesindeki temel dikkate alınarak, belirtilen işlemlerin uygulanması ile cari ve gerçek değerlerine düzeltilmeye çalışılmıştır.

1- Döner Değerlerin Değerlemesi

Genel olarak, döner değerlerin değerlemesinde özel bir güçlük çıkmamaktadır. Ancak tek önemli sorun, üretim için gerekli olmayan kalemlerin değerlemesidir. Bunların belirlenmesi işletmenin faaliyet konusu ile yakından ilişkili olduğun-

(222) Daha önce de gayri maddi varlıklardan envanteri mümkün olanların ve ayrıca değerlendirilebilenlerin, tümdeğerin belirlenmesinde dikkate alınacağı belirtilmiştir.

dan üretim faaliyetinin özenle bilinmesi gerekmektedir.

Nakit olarak bulunan değerler, finansal tablolarda gerçek değerleri ile göründüklerinden, bu değerler için herhangi bir işlem uygulanmamaktadır. Stokların değerlendirilmesi ise, hammadde, yarımamul ve mamullere göre farklılaşmaktadır. Hammaddeler, prensip olarak yerine koyma değerleri ile değerlendirilirler (223). Aynı durum yardımcı malzeme ve doğrudan işletme kaynaklı olmayan mamuller için de geçerlidir. Zor satılabilir ticari malların değeri ise satışları halinde gerçekten elde edilebilecek fiyatlardan ortalama ticarî kârın indirilmesi ile ortaya çıkan değer ile değerlendirilirler, mamuller piyasa değerleri (224), yarı mamuller ise üretim değerleri ile değerlendirilirler (225).

İhtiyaç fazlası ve spekülâtif stoklar, üretim için gerekli olmayan varlıklar biçiminde ele alınmalıdır. Bir başka deyişle tasfiye değerleri ile değerlendirilip, işletmenin tümüne ilâve edilmelidirler (226). Değerleme gününde tüm alacaklar (senetli ve senetsiz), işletme için ifade ettikleri değer (227) yani cari değerleri ile ele alınmalıdır. Hisse senetleri ve tahvillerin borsa değerleri mevcut ise, borsa değerleri ile ele alınırlar. Borsa değerleri mevcut değilse, bu değerlerin olmamasından ötürü değerinde bir indirim yapılarak ele alınabilir. Geçici hesaplar, muhasebe değerleri ile tümdeğere ilâve edilebilirler.

-
- (223) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 137.
-SAMUELSON, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 426.
- (224) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 45.
- (225) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 426.
- (226) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 45.
- (227) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 140.
- (228) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 45.

2- Duran Varlıkların Değerlemesi

2a- Arsa ve araziler

Arsa ve arazilerin cari değerlerinin, işletmenin tümdeğerlemesini yapan uzman tarafından kestirilmesinde göz önünde tutulması gereken bazı etkenler vardır. Bu etkenler:

- Arazi ve arsaların genişliği:

Genelde, işletmenin kullanabilir alanının birimsel değeri işletmeye ait tüm alanın büyüklüğü ile ters orantılıdır. Aynı ters orantı bir başka deyişle azalma, alandan faydalanma katsayısında da görülür (229).

$$\text{Faydalanma katsayısı} = \frac{\text{İşgal edilen alan}}{\text{Toplam alan}}$$

Ancak olguda, işletmenin ileriye dönük gelişmesinde dikkate alınması daha gerçekçi gözükmektedir. Gelişmenin ortaya koyabileceği alan gereksinimi, arsa ve arazilerin cari değerlerinin kestirilmesinde değerlerin yüksek tutulmasına neden olabilir.

- Arazi ve arsaların yeri:

Arazi ve arsaların değeri, buldukları bölge ile yakından ilgilidir. Muhkim bölgeye yakınlık, sosyal alt yapı hizmetlerinden yararlanabilme kolaylığı gibi...

Ayrıca endüstri işletmeleri için:

- Hammadde kaynaklarına yakınlık,

- Yeterli ve maliyeti düşük enerji sağlanabilme olana-

ğı,

- Ulaştırma kolaylığı (demiryolu, karayolu, havayoluna yakınlık),

- Nitelikli işçi sağlanabilmesinde endüstri alanlarına yakınlık,

- Pazara yakınlık,

- Ekonomik ve malî avantajların yasalarla sağlandığı bölgelerde bulunma

gibi etkenler uzman tarafından değerlendirme faaliyetinde ele alınabilir.

İşletme faaliyetinin sürekliliği için gerekli alan, arsa ve arazinin saptanması faydalanma katsayısı ile gerçekleştirilebilir.

Örnek olarak; bir endüstri işletmesinin aktifine kayıtlı 10.000 m²'lik arsa ve arazinin bulunduğu, işletme faaliyeti için ise ancak bu alanın 0,50'sine gereksinim duyulduğu ve bu kadar alanın işgal edildiği düşünüldüğünde;

$$\text{Faydalanma katsayısı} = \frac{10.000 \times 0,50}{10.000} = 0,5 \text{ 'dir}$$

Toplam aktife kayıtlı arsa ve arazinin, cari değeri ise, 10.000.000.- TL. olarak kestirilmiştir. Böylece işletme faaliyetinin sürekliliği için arsa ve arazinin gerçek değeri ise:

$$\text{Gerçek değer} = 10.000.000.- \times 0,50 = 5.000.000.- \text{ TL. '}$$

dır.

2b- Binalar

Arsa ve arazilerin değerlemesinde dikkate alınması ile ri sürülen etmenler işletmeye ait binaların değerlerinin kestirilmesinde de geçerlidir. İşletme faaliyetinin sürekliliği

için gerekli olan binaların belirlenmesinde de faydalanma katsayısı, arsa ve arazilerde ele alındığı gibi kullanılabilir.

Binaların cari değerlerinin kestirilmesinde piyasa değerleri ele alınabilir. Bir başka deyişle, binaların cari birimi maliyetlerinin (m^2 olarak) toplam alanlarıyla çarpılarak bulunan tutardan birikmiş amortismanların çıkarılmasıyla elde edilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir başka nokta işe binanın ortalama faydalı ömrü ile ilgilidir. Faydalı ömrün, uzatılması için gereken giderlerden, değerlendirme gününde belirlenenlerin de değerinin kestirilmesinde dikkate alınması gerekmektedir (230).

Binaların değerlendirilmesine ait olarak bir işletmenin aktifine kayıtlı $5.000 m^2$ 'lik toplam binanın bulunduğu ve işletme faaliyetinin sürekliliği için bu binaların % 100 gerekli olduğu varsayıldığında;

Faydalanma katsayısı = 1'dir.

Binaların cari değerlerinin belirlenmesinde aynı tür bir inşaatın m^2 birim maliyetinin 10.000.- TL. olduğu, birikmiş amortismanların ise 5.000.000.- TL. olduğu saptandığında; binaların cari değeri:

$$\text{Cari değer} = 5.000 \times 10.000 - (5.000.000.-) = 45.000.000.- \text{ TL.'dir.}$$

İşletme faaliyetinin sürekliliği yönünden cari değer, gerçek değere düzeltimi ise:

$$\text{Gerçek değer} = \text{Cari değer} \times \text{Faydalanma katsayısı}$$

$$\text{Gerçek değer} = 45.000.000.- \times 1 = 45.000.000.- \text{ TL.'-}$$

dir (231).

(230) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 41-43.

(231) VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 43-45.

2c- Makine ve teçhizat

Makine ve teçhizat kalemlerinin cari ve gerçek değerlerinin saptanmasında iki yöntem kullanılmaktadır (232).

2ca- Doğrudan değerlendirme; Aynı üretim kapasitesine sahip teçhizatların yerine koyma değerlerinden hareketle değerlendirme,

2cb- Dolaylı değerlendirme; Fiyat endekslerinden yararlanarak makine ve teçhizatın faydalı ömrü göz önünde tutularak edinme değerinden hareketle değerlendirme.

Genelde dolaylı değerlendirme yöntemi daha çok kullanılmaktadır. Bu olgunun gerçekleştirilmesi için gerekli bilgiler:

- Makina ve teçhizatı edinme değeri,
- Makine ve teçhizatı edinme tarihi,
- Makine ve teçhizatın toplam faydalı ömrü,
- Makine ve teçhizatın kalan faydalı ömrü,
- Edinme yılı ile değerlemenin yapıldığı yıl arasındaki fiyat endeksleri,
- Yerine koyma değeri

dir.

Bu bilgilerin ışığında uygulanacak formül:

$$P = A \frac{D_r}{D} \quad R = A \left[1 + \frac{100}{M} \right] \frac{D_r}{D} \text{ 'dir.}$$

Burada;

P = Kalan değer, (Satın alma maliyeti, veya üretim maliyetinden birikmiş amortismanların çıkarılması ile elde edilen değer)

R = Yeniden satın alma veya üretim maliyeti (yerine koyma değeri, kalan faydalı ömrün ve fiziki yapının göz önünde bulundurulmasıyla elde edilen değer)

A = İşletme tarafından tarihi satınalma veya üretim maliyeti

D_T = Kalan faydalı ömür,

M = Maliyetleri yükseltme faktörü (233), (Satınalma tarihi ile değerlendirme tarihi arasında % olarak)

D = Toplam faydalı ömür'ü

ifade etmektedirler.

Örnek olarak; Beş yıl önce 50.000.- TL.'na satın alınmış bir makinenin kalan değeri ve yeniden satınalma maliyeti belirlenmek istendiğinde: bugünkü fiyatının ise % 85 fazla olduğu ve makinenin toplam faydalı ömrünün 25 yıl olduğu varsayıldığında, (buradan kalan ömür 20 yıl olduğu görülmektedir):

$$P = 50.000.- = \frac{20}{25} = 40.000.-$$

(233) Maliyetleri yükseltme faktörü daha önceki yöntemlerde ele alınan yeniden değerlendirme endekslerinden işlevsel olarak bir farkı yoktur. Ancak başvurduğumuz kaynakta bu isimde ele alındığından, dilimize aynen çevrilmiştir.

$$R = 50.000.- \left[1 + \frac{85}{100} \right] \frac{20}{25} =$$

$$50.000.- : 1,85 : 0,8 = 33.783.- TL.$$

olarak saptanabilmektedir.

Gerçek değerlerin belirlenmesi amacıyla makinelerin kalan ömürlerinin saptanması için gerçekleştirilen analitik envanterlerin makinelere ait tüm bilgileri içermesi gerekmektedir. Bu bilgiler: makinelerin satınalma tarihleri, miktarları, faydalanılmakta oldukları veya faydalanma dışı bırakıldıkları, onarılma gereklilikleri gibi niteliksel ve niceliksel unsurlardan oluşmaktadır. Ayrıca işletmede bozuk veya teknolojik değerini yitirmiş makineler var ise bunların satılmaları halinde bulacakları piyasa değerleri ile dikkate alınmaları daha gerçekçi gibi gözükmektedir. Makine ve teçhizatların büyük bir kısmının değerlendirilmesi toplam faydalı ömrü ve kalan ömrün kestirilmesi gibi özel birtakım bilgileri gerektirdiğinden, bu aşamada bir teknik değerlendirme uzmanının yardımına gereksinim duyulacaktır. Benzer bir biçimde

- Teçhizat ve makinelerin nitelik ve nicelikleri açısından, işletme gelirlerinin devamlılığı için yeterliliğinin saptanması,

- Makine ve teçhizatın işlevsel duruma getirilebilmesi veya tamamlayıcı makine ve teçhizatın alınması için gerekli harcamaların belirlenmesi

teknik uzmanın işlevleri arasındadır. Bu durumda teknik uzmanlara değerlemedeki önemli noktaların belirtilmesi gereklidir.

Tüm maddi duran varlıklardan da; işletme faaliyeti için gerekli olmayanlar ve faydalanma yanları aynen döner varlıklarda olduğu gibi spekülatif amaçlı bir yatırım varsayılarak, tasfiyeleri halinde bulacakları değerle işletmenin tüm değerine ilâve edilmelidirler.

3- Gayrimaddi Varlıkların Değerlemesi

Bu sınıfa; lisanslar, patentler, markalar gibi gayrimaddi varlıklar girmektedir. Bunlar, işletmenin tümdeğerinin hesaplanmasında, satın alınmaları için belirli bir gider yapıldıkları veya daha önce de belirtildiği gibi işletme bütününden ayrıldıkları zaman bağımsız bir değer bulabilmeleri halinde dikkate alınırlar. Satın alınan bu gayri maddi varlıkların faydalı ömürlerinin de göz önünde tutulması değerlemeyi daha anlamlı bir hale ulaştıracaktır.

c- Borç Kalemlerinin Belirlenmesi ve Değerlemesi

İşletmenin finansal tablolarında görülen tüm borç kalemleri, vade temelinde, kısa ve uzun vadeli borçlar biçiminde sınıflandırılabilir. Diğer bir sınıflandırma temeli ise, borçların senetli veya senetsiz olma özelliği üzerinde kurulabilir.

Tümdeğerleme olgusunda borçların değerlemesi, finansal tablolarda görülen tüm senetli ve senetsiz borçların cari değerlerinin saptanması, işleminden oluşmaktadır. Cari değerlerin saptanması, büyük ölçüde borcun sağlanması için katlanılan faiz giderinin niteliği ile ilişkilidir. Faiz gideri temelinde borçlar iki grupta incelenebilir (234).

1- Finansal tablolarda kayıtlı değerleriyle gözüken ve ayrıca belirli bir dönemsel faiz maliyeti olanlar,

2- Finansal tablolarda kayıtlı değerleriyle gözüken ancak, belirli bir dönemsel faiz maliyeti olmayanlar.

Birinci gruba, işletmenin tahvili borçları ve banka kredileri, ikinci gruba ise borç senetleri, örnek olarak gösterilebilir.

Cari değerin belirlenmesinde ise, birinci gruba giren borçlar için dönemsel nitelikte faiz maliyetinin mevcudiyeti, borçların cari değerinin kayıtlı değerine eşit olacağı olgusunu ortaya koymaktadır (235). Bir başka deyişle bu durumda:

$$\text{Kayıtlı değer} = \text{Cari değer}$$

olmaktadır.

İkinci gruba giren borçlar için belirli bir dönemsel faiz maliyetine katlanılmadığı, borcun ancak vadesi geldiğinde kayıtlı değerine ulaşacağı öngörülmekte, bu nedenle de tüm değerin belirlendiği günde cari değerin daha düşük olacağı i-leri sürülmektedir. Bir başka deyişle, bu durumda:

$$\text{Kayıtlı değer} > \text{Cari değer}$$

olmaktadır.

Bu tür borçların belirli bir faiz oranı ile iskonto edilerek cari değerine indirgenmesi gerekmektedir (236). İndirgeme işleminde kullanılan iskonto oranı taraflar arasında evvelce belirlenmiş veya işletme tarafından belirlenen iskonto oranıdır. rnek olarak; 1.250.000.- TL. tutarındaki bir borcun vadesi ile, değerleme günü arasında 1 yıllık bir zaman parçasının ve iskonto oranının % 25 olduğu varsayıldığında:

$$\text{Kayıtlı değer} : 1.250.000.-$$

$$\begin{aligned} \text{Cari değer} & : 1.250.000.- (1.250.000.- \times 0,25) = \\ & = 937.500.- \text{ TL.} \end{aligned}$$

olarak saptanabilmektedir.

(235) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 151.

(236) İlgili uygulama ülkemiz mevzuatında da kabul görmüş bir uygulamadır. Tüm borç ve alacakların değerleme günündeki değerine indirgenmesi önerilmiş ve mükelleflere ilgili konuda seğim özgürlüğü getirilmiştir (V.U.K. m. 281-285)

d- Risk ve Taahhütler İçin Karşılık Saptanması

Düzeltilmiş özvarlık değeri yönteminin borç kalemleri açısından yapılması gereken ikinci ve son işlem ise tüm görünen veya görünmeyen riskler, taahhütler için bir karşılık saptanmasıdır.

Risk ile ilgili saptanacak karşılık riskin kaynağına bağlı olmaktadır (237).

Taahhütlerle ilgili saptanacak karşılık ise tümdeğerlemede ortaya çıkacak gizli yedeklerin vergilendirilmesi sonucunda ödenecek vergiler ile evvelce ayrılmış henüz ödenmemiş, vergileri kapsamaktadır. Tüm bu vergilerin kapsadığı karşılığın hesaplanması, yöntemin uygulandığı ülke mali mevzuatına bağlı olmaktadır. Bu yolla hesaplanacak tüm vergiler ilgili yöntemdeki karşılığı oluşturacaktır.

3122- Yöntemle İlgili Bir Örnek

Özvarlıklarla ilgili yöntemler arasında bir karşılaştırma olanağı sağlanması amacıyla diğer yöntemlerde kullanılan bilanço (238) bu kez de düzeltilmiş özvarlık değeri yönteminin uygulamasında kullanılmıştır.

Daha önce açıklandığı gibi düzeltilmiş özvarlık değeri yönteminin temelini, işletmenin bilançosuna kayıtlı varlıkların yeniden biçimlendirilerek, gerçek değerlerinin belirlenmesi işlemi ile, borçların işletme için ifade ettiği değer belirlenmesi ve tüm taahhütler için bir karşılığın saptanarak özvarlıklar toplamında bu karşılık ve borçların çıkarılması işlemi oluşturmaktadır. Öte yandan gerçek değerlerin belir-

(237) Risk için saptanacak karşılığın hesaplanmasına ilişkin ilgili yöntemle özgü açıklamalara konu ile ilgili kaynaklarda rastlanamamıştır. Kanımızca, iskonto oranının belirlenmesinde riskin hesaplanmasına ilişkin görüşler burada da geçerlidir. Bkz. S. 81-84.

(238) Bkz. S. 99.

lenmesi sırasında, işletme faaliyetinin sürekliliği için gerekli olmayan varlıkların değerlerinin de ayrıca, yöntemde belirlenen ölçeklerle değerlendirilerek, saptanan tümdeğere ilâve edilmesi gerekmektedir.

a- Varlık Kalemlerinin Saptanması ve Değerlemesi

1- Varlık kalemlerinin saptanması:

Varlık kalemlerinin yapılan envanterinde önemli bir güçlük çıkmamış ve muhasebe dışı envanterle muhasebe içi envanter arasındaki eşitlik görülmüştür. Ayrıca teknik bilirkişi yardımıyla, varlıkların işletmenin faaliyet konusu ile bazı istisnalar dışında yakından ilişkili olduğu görülmüştür.

2- Döner varlıkların değerlendirilmesi:

Değerleme işleminde önce döner varlıklar ele alınmıştır. Nakit değerler gerçek değerleri ile gözükütüğünden yapılacak herhangi bir işlem yoktur. Ayrıca spekülâtif amaçlı stok bulunmadığı görülmüştür. Ancak değerini kaybeden stokların varlığı görülmüştür. Bunların zor satılabilir mallar olarak ele alındığı ve tasfiyeleri halinde bulacakları değer ile değerlendirildiği (emsal bedeli) anlaşılmıştır. Yöntem gereği uygunluğu, kabul edilmiştir. Stoklar ilgili yonteme göre piyasa değerleriyle değerlendirilmiş, böylece:

	<u>MALİYET BEDELİ</u>	<u>PIYASA DEĞERİ</u>
STOKLAR	802.500.- TL.-	1.250.000.- TL.

olarak belirlenmişlerdir.

Senetsiz alacaklar çok kısa vadeli olduklarından cari değerleriyle gözükmektedirler. Senetli alacakların ise işletme için ifade ettikleri değere indirgendiği görülmüştür. Ayrıca alacaklardan, tahsil kabiliyetlerine göre belirli bir karşılık ayrıldığı görülmüş ve kabul edilmiştir.

Hisse senetleri ve tahvillerin borsa değerleri mevcut değildir. Bu nedenle değerlerinden yöntem gereği % 10 oranında bir indirim yapılmıştır.

	<u>ALİŞ BEDELİ</u>	<u>İNDİRİM % 10</u>	<u>GERÇEK BEDELİ</u>
HİSSE SENEDİ VE TAHVİLLER	300.000.-	30.000.-	270.000.-

3- Duran varlıkların değerlemesi:

Duran varlıkların değerlemesinde ele alınan ilk hesap olan arsa ve arazilerin işletme faaliyeti ile şu anda bir ilişkisi olmadığı görülmüş ve faydalanma katsayısı sıfır olarak belirlenmiştir. Bu nedenle, sadece cari değeri takdir edilerek saptanmıştır.

	<u>MALİYET DEĞERİ</u>	<u>CARİ DEĞER</u>
ARSA VE ARAZİLER	500.000.- TL.	3.000.000.- TL.

İşletmeye ait binaların, işletme faaliyetinin sürekliliği için gerekli olduğu ve faydalanma katsayısının 0,8 (% 80) olduğu görülmüştür. Binalara ait değerlendirme işlemleri:

	<u>MALİYET BEDELİ</u>	<u>BİRİKMiŞ AMORTİSMAN</u>	<u>TAKDİR EDİLEN CARİ DEĞER</u>
BİNALAR	7.562.500.- TL.	1.547.800.- TL.	110.000.000.- TL.

GERÇEK DEĞER

110.000.000.- x 0,80 = 88.000.000.- TL.'dir.

Makine ve teçhizatın değerlemesinde dolaylı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. İlgili yönteme göre makinelerin

gerçek değeri 1.146.500,- TL. olarak belirlenmiştir (239).

Özel maliyetin ise işletme faaliyetinin sürekliliği açısından artık bir değer ifade etmediği görülmüş, tasfiye değerinin ise sıfır olduğu yapılan incelemeden anlaşılmıştır. Kuruluş giderlerinin gerçek değeri ise muhasebe değeri olan 106.500,- TL. olarak takdir edilmiştir.

b- Borç Kalemlerin Saptanması ve Değerlemesi

Borçlar vadelerine göre sınıflandırılmışlardır. Kısa süreli borçlardan senetsiz borçların (satıcılar) çok kısa vadeli olduklarından cari değerleriyle gözüktükleri kabul edilmiştir. Senetli borçların değerinin ise işletme için ifade ettikleri değere indirgendiği gözlenmiştir. Uzun vadeli borçları oluşturan banka kredilerine dönemsel bir faiz ödenmesi zorunluluğu ilgili yöntem gereği bu borçların mukayyet değerlerinin işletme için ifade ettikleri değer olarak kabulünü gerekli kılmaktadır.

c- Risk ve Taahhütler İçin Karşılık Saptanması

İşletmenin riskinin hesaplanması yöntemde açıkça belirtilmediğinden, işletme riski bilançonun aktif tutarı üzerinden % 1 olarak kabul edilmiştir (240).

$$\text{Risk} = 9.556.500.- \times 0,01 = 95.565.- \text{ TL.}$$

olarak öngörülmüştür. İşletmenin vergi borçlarının ise, öteki kısa süreli borçlar hesabı altında ele alındığı görülmüştür. Karşılık olarak bu tutar kabul edilmiştir.

(239) Daha önce açıklandığı gibi, dolaylı değerlendirme yönteminde fiyat endekslerinden yararlanarak değerlendirme mümkündür. İlgili işlem ise daha önce gerçekleştirildiğinden burada tekrarlanmamıştır. Bkz. S. 109.

(240) Bkz. S. 83, Dipnot 169.

Yukarıdaki bilgilerin ışığı altında işletmenin tümde-
ğeri aşağıdaki TABLO 11'de saptanmıştır.

TABLO- 11
(00 TL.)

<u>VARLIKLAR</u>	<u>VARLIKLARA AİT DEĞERLER</u>
Kasa ve bankalar	5.650.-
Hisse senetleri ve tahviller	2.700.-
Alacaklar	7.370.-
Stoklar	1.250.-
Değerini kaybeden stoklar	75.-
Öteki dönen varlıklar	85.-
Binalar	880.000.-
Makineler	11.465.-
Kuruluş giderleri	<u>1.065.-</u>
Varlıkların gerçek değerleri toplamı	909.660.-
<u>BORÇLAR VE KARŞILIKLAR</u>	
Kısa süreli borçlar	12.995.-
Uzun süreli borçlar	10.000.-
Karşılıklar	<u>95.610.-</u>
Borç ve karşılıklar toplamı	118.605.-

Tüm değer : 909.660.- - 118.605.- = 791.055.- TL.'dir.

Ancak bu toplama, işletme faaliyetinin sürekliliği için gerekli olmayan değerlerin ilâvesi gerekmektedir.

Bu değerler:

Arazi ve arsalar	30.000.-
Binalardan ((1.100.000.- - 880.000.-)	<u>220.000.-</u>
	250.000.-

böylece tümdeğer!

79.105.500.- + 25.000.000.- = 104.105.000.- TL.'na ulaşmaktadır.

313- Özvarlıklarla İlgili Yöntemlerin Eleştirisi

Daha önce değinildiği gibi özvarlıkları temel alan değerleme yöntemleri kârları temel alan değerleme yöntemlerine alternatif olarak ortaya çıkmışlardır.

Yöntemler ortaya çıkış nedenlerine bağlı kalarak, işletmelerin tümdeğerlemesinde kârları dikkate almamışlar ve ait oldukları temel görüş çerçevesinde, bilim dalında meydana gelen gelişmelere paralel bir biçimde gelişmişlerdir. Ancak, işletme değerlemesinde sadece maddi varlıkların dikkate alınmış olması, yöntemlerin eleştirilen noktasını oluşturmuştur. İşletmenin gelecek kârları dikkate alınmadan, maddi varlıklarla gerçekleştirilen değerleme, tutuculuktan ileri gidilmeyen, statik bir görüş biçiminde eleştirilmektedir (241).

Özvarlıklar üzerinden gerçekleştirilen tümdeğerleme oldukça gerçekçi bir tasfiye değerine ulaşmayı sağlayabilmektedir. Ancak bu değerleme, uzmanlar tarafından varlıkların gelecekteki durumları açısından yapılan incelemeye, büyük ölçüde bağlı kalmaktadır (242). Bir başka deyişle, yapılan öngörülerin subjektifliği söz konusu olmakta, varlıkların tasfiyeleri halinde, takdir edilen değerleri bulup bulmayacakları, bilinmemektedir.

(241) LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 273.

(242) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₂-a₃.

Yöntemlerin, bu yönden eleştirilişi, sözü edilen iki temel yaklaşımı birlikte benimseyen yöntemlerin, geliştirilmesine neden olmuştur. Daha ileride bu karma yaklaşım açıklanmaya çalışılacaktır.

Bir diğer yandan ise, özvarlıkları temel alan yöntemler: Yöneticiler, işgörenler, işletmenin piyasadaki durumu, marka, yönetim, işçiliğin niteliği ve verimli bir araştırma hizmeti gibi birçok maddi olmayan etmenleri tümdeğerin hesaplanmasında dikkate almamaktadırlar (243). İlgili yöntemlere bu yönden yaklaşan eleştirilerin sonucunda ise sözü edilen bu etmenleri dikkate alan bir başka yaklaşım ortaya çıkmıştır. Şerefiye'yi (Goodwill) temel alan bu yaklaşımın içerdiği yöntemler daha ileride açıklanmaya çalışılacaktır.

32- ÖZVARLIKLARI VE KÂRI BİRLİKTE TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMİ

Özvarlıkları ve kârı temel alan değerlendirme yöntemlerine ileri sürülen eleştiriler karşısında, bu iki temel yaklaşımın karışımı niteliğindeki bir yaklaşım çerçevesinde yöntemler, ortaya çıkmıştır.

Herhangi bir teori tarafından güçlendirilmelerine rağmen birleşme olgusunda taraflar arasındaki yöntem konusunda sağlanamayan anlaşmaya, bir uzlaşma niteliğindedirler (244).

Özvarlıkları ve kârı birlikte ele alan yöntemlerin sayısı, kendisini oluşturan temel yaklaşımlardaki mevcut yöntemlerin sayısı kadar çoğaltılabilir.

Çalışmada, özvarlıkları ve kârı ayrı ayrı temel alarak incelenmeye çalışılan tüm yöntemler birbirleri ile ilişkilendirilerek, bu konuda istenen yöntemler dizisi gerçekleştirilebilir.

Çalışmada ise böyle bir işleme, birçok noktanın tekrarını gerektireceği düşüncesiyle yaklaşılmamıştır. Aşağıda,

(243) RICHOU, M. : a.g.m., S. a₄.

(244) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 427.

olguya bir örnek verebilmek amacıyla, genel kabul görmüş bir yöntem olan Berlin Yöntemi, açıklanmaya çalışılacaktır.

320- Berlin Yöntemi

3200- Yöntemin Açıklanması

İlgili yöntem, diğer adıyla ortalama değer yöntemi, birleşme olgusunda, özvarlık ve kâr üzerinden belirlenen tümdeğerlerin bir ortalamasından oluşmaktadır (245). Yöntem:

$$V = 0,5V_A + 0,5V_R$$

biçiminde matematiksel bir ifadeye dönüştürülebilir (246).

Burada:

V = Ortalama tümdeğeri,

V_A = Özvarlıklar temel alınarak bulunan tümdeğeri,

V_R = Kârlar temel alınarak bulunan tümdeğeri

ifade etmektedirler (247).

(245) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 427.

- LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 281.

- VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S. 68.

(246) Burada açıklanması gereken nokta, ilgili formülün V_A ve V_R 'nin hesaplanmasında kullanılan farklı yöntemlere göre değişmeyeceğidir.

(247) Berlin yönteminin, karma nitelikte bir yöntem olması, tümdeğerdeki karışımı belirleyen yüzdeler üzerinde görüş farklılıklarını ortaya çıkarmıştır. Bazı kaynaklar, yüzdelerin % 50 yerine karşılıklı görüşme yoluyla değiştirilebileceği öne sürmüşlerdir. (Örneğin $0,30V_A + 0,70V_R$ gibi). Bu yolla elde edilen yöntem ise "AĞIRLIKLILIKLI ORTALAMA YÖNTEMİ" biçiminde tanımlanmıştır. Bkz. LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 283.

3201- Yöntemin Uygulanması

Berlin yönteminin uygulanması:

- Amaçlara uygun olarak seçilen yöntem aracılığı ile varlıklar üzerinden işletmenin tümdeğerinin belirlenmesi,

- Amaçlara uygun olarak seçilen yöntem aracılığı ile kârlar üzerinden işletmenin tümdeğerinin belirlenmesi,

- İki temel yaklaşıma göre belirlenen tümdeğerlerin ortalamasının hesaplanması,

işlemlerinden oluşmaktadır (248).

3202- Yöntemle İlgili Bir Örnek

İşletmenin tümdeğeri diğer iki yaklaşımın ışığı altındaki yöntemlere göre önceden aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

$$V_A = 370.000.000.- \text{ TL.}$$

$$V_R = 750.000.000.- \text{ TL.}$$

Bu varsayımlar altında, Berlin yöntemine göre tümdeğer ise:

$$V = 0,5 \times (370.000.000.-) + 0,5 \times (750.000.000.-) =$$

$$185.000.000.- + 375.000.000.- = 560.000.000.-$$

biçiminde saptanabilecektir.

321- Yöntemle İlgili Eleştiriler

Kârları ve özvarlıkları birlikte temel alan değerleme yöntemlerine getirilen eleştiriler, karışımın elemanlarını

(248) Tüm bu işlemler daha önce açıklandığı için tekrardan kaçınılmıştır.

oluşturan temel yaklaşımlara getirilen eleştirilerle aynıdır. Ancak, karışım oranına göre eleştirilerin ağırlığı da değişmektedir. Bir başka deyişle, iki temel yaklaşımdan eşit ağırlıkta faydalanıldığında, yöntemin iki temel yaklaşımın eleştirilen yönlerini yarı yarıya taşıdığı konusundadır.

33- ŞEREFİYE (GOODWILL)'Yİ TEMEL ALAN DEĞERLEME YÖNTEMİ

İşletmelerde tümdeğerin belirlenmesi amacıyla geliştirilen temel değerlendirme yöntemlerinin bir başka biçimini ise, şerefiyeyi (goodwill) temel alan değerlendirme yöntemleri oluşturmaktadır (249). Bu tür değerlendirme yöntemlerinin varlıklara ilişkin yöntemlere karşı ortak özelliği gayri maddi varlıkların etkilerine dayanmalarıdır.

- (249) Şerefiye burada yabancı kaynaklardaki "Goodwill" terimine karşılık olarak kullanılmıştır. İlgili kaynaklardaki "Goodwill" ülkemiz uygulamasında kullanılış yerine göre iki ayrı kavramla ifade edilmektedir. Bunlar: Peştemallık ve şerefiye kavramlarıdır. Peştemallık Vergi Hukukumuzda bir işletmenin mülkiyet hakkının el değiştirmesi (devir ve temlik) sırasında mevcut varlıkların üzerinde alınan değeri ortaya koymaktadır. Bir başka deyişle birleşme ve devir işlemlerindeki fazla ödeme peştemallık olarak tanımlanmaktadır. Bkz. ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, S. 167. Şerefiye ise bir işletmenin iyi bir kuruluş yerinin olması iyi bir şöhrete sahip bulunması ile alıcılarına güven ve emniyet yaratması sonucu rakip işletmelerden daha fazla kâr elde etmesini sağlayan bir unsur olarak dikkate alınmaktadır. Bkz. ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, S. 168. Ancak şerefiyenin bir başka anlamı daha mevcuttur. Bu anlamı ise: Şerefiye kamu tüzel kişilerinin, özellikle belediyelerin gerçekleştirdikleri bayındırlık ve altyapı hizmetleri ile imar faaliyetlerinden dolayı bazı kimselerin mal varlığında meydana gelen değer artışları nedeniyle alınan bir vergidir. Bkz. NADAROĞLU, H. : Mahalli İdareler, İstanbul, 1982, S. 126. Çalışmanın, bu kısmında ise "Goodwill"ın şerefiye kavramı altında kullanımı, olgunun niteliği açısından daha uygun görülmüştür.

Şerefiye (Goodwill), teorik olarak fazla kârların peşin değeri biçiminde tanımlanmaktadır (250). Bu peşin değer, yeni kurulan bir işletmeyle işleyen bir teşebbüsün karşılaştırılmasında, ortaya çıkan ekonomik yararlarla ölçülmektedir (251).

İşletmenin kâr yaratma gücüne katkısı olan bu ekonomik yararlar işletme içi ve işletme dışı ilişkiler yoluyla ortaya çıkmaktadır. İşletme içi ilişkiler sonucu ortaya çıkan yararlar (252):

- Yetenekli bir yönetim kadrosu,
- Yeterli bir satış örgütü,
- İşgörenlerle iyi ilişkiler,
- İşgörelere özel eğitim programları uygulanması,
- Üretim sırları

konularında yoğunlaşmaktadır.

İşletme dışı iyi ilişkilerin sağladığı yararlar ise (253):

- Hammadde, benzeri ilk ve ara maddelerin sağlanmasındaki ilişkiler,
- Devletle ve ticari olmayan kuruluşlarla oluşturulan iyi ilişkiler,
- Birleşme ilişkileri

biçiminde ele alınabilirler.

(250) MCCARTHY, G. D. - HEALY, R.E. : a.g.e., S. 221.

(251) EDEY, H. C. : Business Valuation, Goodwill and The Super Profit Method, der. W.T. Baxter ve Sidney Davidson; Studies in Accounting Theory, Illinois, 1962, S. 201.

(252) CATLETT, G. R. - OLSON, N.O. : Accounting for Goodwill, New York, 1968, S. 12.

(253) EDEY, H. C. : a.g.e., S. 201.

Değeri, ekonomik yararları ile ölçülen, bu maddesel olmayan unsurların, diğer maddesel unsurlardan ayrılarak bir değer bulması söz konusu olmamaktadır. Bu durumda, şerefiyenin kâr yaratma gücü üzerindeki etkisi belirlenerek, işletmenin tümdeğerinin, maddesel ve maddesel olmayan unsurları içeren bir değer biçiminde ortaya konması gerekliliğidir (254). Bu kısımda, belirtilen çerçeve içerisinde ele alınan tümdeğerleme yöntemleri incelenmeye çalışılacaktır. Ancak genelde, şerefiyeye dayanan tümdeğerleme yöntemleri birbirlerinden küçük farklılıklarla ayrılmaktadırlar. Bu nedenle teoride en çok rastlanan "Fazla kârlar yöntemi" kapsamlı olarak açıklanmış ve tekrardan kaçınılmak amacıyla diğer yöntemlerdeki farklı noktalar dipnotlarda belirtilmeye çalışılmıştır.

330- Fazla Kârlar Yöntemi (255).

3300- Yöntemin Açıklanması

İlgili yöntem, işletmenin tümdeğerlemesi olgusunda, gelecekteki fazla kârların değerlendirilmesini ele almaktadır. Yöntemin içerdiği temel görüş; işletmenin bağlı olduğu endüstri kolu kârlılık oranı ile işletmenin bugünkü (fiili) ve gelecekte öngörülen kârlılık oranları arasındaki olumlu farktan

(254) MEIGS, B. W. - JOHNSON, E. C. - KELLER, T. F. - MOSICH, A. N. : Intermediate Accounting, New York, 1968, S. 442.

(255) Bu yöntem, yabancı kaynaklarda çeşitli adlar altında rastlanmaktadır.

Batı Almanya uygulamasında ilgili yöntem "Stuttgart Yöntemi" diye bilinmektedir.

Diğer Kıta Avrupası ülkelerinde ise "Süresi kısaltılmış şerefiye kârı yöntemi" adı altında incelenmektedir.

Bkz. -VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : a.g.e., S.98-103.

-RICHOU, M. : a.g.m., S. a g.

-LOMARTIRE, G. : a.g.e., S. 285-313.

-BAYNES, H. T. A. : a.g.e., S. 152.

Ancak çalışmada, çoğunlukla tercih edilen "Fazla kârlar yöntemi" adının kullanılması uygun görülmüştür.

farktan oluşmaktadır (256). Bir başka deyişle, endüstri kolu düzeyindeki kestirilen kârlılık ile işletmenin fiili ve gelecekteki kârlılık oranları arasındaki farkın işletmeye özel bir fazla kâr, kaynağı olduğu ileri sürülmektedir.

İşletmeler arası birleşmeler ile bu kaynak, birleşilen işletmeye transfer edilmekte, dolayısıyla da birleşilen işletme fazla kârları da devir almaktadır. Yöntem temelde böyle bir görüşten hareket etmektedir. Ancak yönteme göre şerhiye nedeniyle ortaya çıkan fazla kârların toplam değerine işletmenin öz varlıklarının da ilâve edilmesi gerekmektedir.

Yöntem matematiksel bir ifadeyle:

$$V = A + N \left[E_F - (A \cdot r) \right]$$

biçiminde belirlenebilmektedir.

Burada:

V = İşletmenin tümdeğerini,

A = Özvarlık değerini,

E_F = Gelecekteki kestirilen ortalama kârı

r = Endüstri kolu düzeyinde belirlenen kârlılık oranını,

(256) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 428-430.
-RICHOU, M. : a.g.m., S. a₈-a₁₀.

-PATON, A. W. : Valuation of the Business Enterprise Financial Accounting Theory issued and controversies, der. ZEEF, S. A. - KELER, T. F., London 1965, S. 215-220.

-EDEY, H. C. : a.g.e., S. 210-212.

-LALİK, Ö. : a.g.e., S. 69.

-SCHATTINGA, W. : İşletmelerin Satın Alınmaları Yönünden Analiz ve Değerleme Yöntemleri, Revue Européenne D'expertise comptable Economique et Financiere, U. E. C., Nisan 1969, Düsseldorf, Der. Serdar Küçükbersun, İstanbul, 1973, S. 71-78.

N = Fazla kazancın öngörülen süresini ifade etmektedirler.

3301- Yöntemin Uygulanması

Yöntemin amacına uygun bir biçimde uygulanabilmesi (257):

- Özvarlık değerinin işleyen bir teşebbüs temelinde belirlenmesi (258),

- Aynı tip varlıklara uygulanan kârlılık oranının belirlenmesi,

- Yıllık kârların belirlenmesi,

- Gelecek beş yıl içerisinde işletmenin beklenen kârlarının kestirilmesi,

- Belirlenen yıllık kâr ile gelecek beş yıl içerisinde elde edilmesi beklenen kâr arasındaki farkın saptanması ve beklenen kârın yüksek olması durumunda farkın, "Fazla kâr" olarak dikkate alınması,

- Devir alınan fazla kârın, süreceği öngörülen yıl sayısı ile çarpımı,

- İşletmenin tüm değerinin saptanması

aşamalarından oluşmaktadır.

İşletme özvarlıklarının daha önce belirlendiği biçimde, işleyen bir teşebbüs temelinde toplam değerleri saptanabilir. Öte yandan, endüstri kolu düzeyinde kabul edilen kârlılık oranı, işletmenin saptanan özvarlıklar toplamına uygulanarak

(257) SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : a.g.e., S. 429.

(258) Çalışmadaki düzeltilmiş özvarlık değeri yönteminin ilgili yönetime uygunluğu ileri sürülebilir.

normal veya tipik kârları belirlenir (259). Bir başka deyişle:

$$E_n = A \cdot r \text{ olmakta.}$$

Burada

$$E_n = \text{Normal kârları}$$

ifade etmektedir (260).

Fazla kârların tümdeğer üzerindeki etkisi nedeniyle, normal kârlılık oranı seçimi büyük önem taşımaktadır. Seçilecek oranın gerçekten uzak olması, işletmenin tümdeğerini önemli ölçüde değiştirecektir. Örnek olarak, seçilen orandaki % 1'lik bir farkın, tümdeğerin belirlenmesindeki normal kâr üzerinde % 20'lik bir sapma ortaya koymaktadır.

ÖRNEK:

$$A = 100.000.- \text{ TL.}$$

$$r_1 = 0,05$$

$$r_2 = 0,06$$

$$E_1 = 100.000.- \times 0,05 = 5.000.-$$

$$E_2 = 100.000.- \times 0,06 = 6.000.-$$

$$E_2 - E_1 = 6.000.- - 5.000.- = 1.000.-$$

(259) -MORISSEY, L. : Intangible costs, der. Morton, Backer, Modern Accounting Theory, New Jersey, 1966, S. 225. Bazı kaynaklar ülke düzeyindeki genel faiz oranının kârlılık oranı yerine kullanılabileceğini, ancak en-düstri düzeyinde belirlenen oranın değerlemede daha anlamlı sonuçlar vereceğini ileri sürmektedirler. Bkz. RICHOU, M. : a.g.m., S. a₈.

(260) Diğer semboller daha önce açıklanmıştı.

$$\frac{(E_2 - E_1)}{E_1} = \frac{1.000}{5.000} = 0,20$$

Bu nedenle, endüstri kolundaki oranın uçlar arasında bir ortalama almadığından ve alınan örneğin endüstriyi yeterli düzeyde temsil ettiğinden emin olunmalıdır.

Normal kârların saptanmasından sonra, yöntemin kârlarla ilgili diğer bir uygulama aşaması olan gelecek kârların saptanması olgusu ortaya çıkmaktadır. Dönemsel kâr veya cari kâr kayıtlarının, gelecek kısa dönemdeki kârların bir göstergesi olduğu gözlenmektedir. Kârların gelişimi yönünden, önceki yılların bir ortalamasından, geleceğe ait bir işaret elde edilebilmesi mümkündür. Çoğu mahkeme kararlarında da bu yol benimsenmiştir (261).

Gelecek kârların öngörülmesi amacıyla incelenmeye alınan geçmiş yıl sayısı, olgudan olguya değişmektedir. Bu nedenle sabit olarak belirlenmiş bir yıl sayısı mevcut değildir. Ancak genelde beş yıllık bir dönem dikkate alınmaktadır (262).

Gelecekteki kârların kestirilmesinde temel oluşturacak bu beş yıllık dönemin, kendi içinde bir düzeltme tâbi tutulması gereklidir. Bu amaçla, işletme kârını oluşturan gelir ve gider hesaplarının denetlenerek, düzeltilmesi gerekmektedir (263).

(261) IRWING, J. O. : a.g.m., S. 50.
Ancak, kârların ani iniş ve çıkış eğilimi gösterdiği dönemlerde bulunan ortalamanın değerlemede pek fazla bir anlam ifade etmeyeceği açıktır. Bu nedenle, dönem seçiminde yeterli özenin gösterilmesi gerekmektedir.

Bkz. IRWING, J. O. a.g.m., S. 50.

(262) IRWING, J. O. : a.g.m., S. 50.

(263) HAND, H. J. - LOYD, P. W. : Determining the Value of a Small Business MSU Business Topics, Summer 1980, S. 7-8.

a- Gelir düzeltimi

- Mali tablolarda belirtilen gelirin doğruluk ve güvenilirliğinin araştırılması,

- Optimal fiyatlamamanın araştırılması,

- İşletmenin kapasite ötesinde çalıştırılıp, çalıştırılmadığının araştırılması

işlemlerini kapsamaktadır. İşlemlerin, işletmenin mali tabloları üzerindeki doğru ve güvenilirliğinin elde edilmesini sağlama amacına dönük olduğu görülmektedir.

b- Giderlerin düzeltimi ise

- Kişisel harcamaların saptanarak çıkarılması,

- Standartın üzerindeki ücretlerin ayıklanması

v.b. işlemleri kapsamaktadır.

Bu işlemlerin dışında kârlar:

- Paranın satınalma gücündeki azalışlar nedeniyle işlemlerin muhasebe kayıtlarına gerçekçi bir biçimde yansıtılmamış olması,

- Gelecekte ortaya çıkabilecek maliyet gelir ve gider değişiklikleri,

gözönüne alınarak düzeltilmelidir (264).

Geçmiş beş yıllık dönemde, ilgili düzeltmelerin yapılmasından sonra gelecek gelirlere ait bir öngörünün (tahminin) trend analizi ile elde edilmesi mümkündür (265).

(264) LALİK, Ö. : a.g.e., S. 70.

(265) LALİK, Ö. : a.g.e., S. 70 - 74.

Örnek olarak, ABC işletmesinin fazla kârlarının gelecek beş yıllık süre içinde devam edeceği daha sonra etkisinin kalmayacağı varsayılmıştır.

Aşağıda, TABLO 12'de ise ABC İşletmesinin geçmiş beş yıllık kârları ve trend analizine ilişkin diğer veriler belirlenmiştir.

TABLO, 12

YILLAR N	SIRA NO. X_1	KARLAR Y_1 (000 TL.)	$X_1 Y_1$	X_1^2
1978	0	50	0	0
1979	1	55	55	1
1980	2	60	120	4
1981	3	67	201	9
1982	4	73	292	16
1983	5	80	400	25
Σ TOPLAM	15	385	1.068	55

Tablodaki toplamlardan da görüldüğü gibi:

$$N = 6$$

$$\Sigma X_i = 15$$

$$\Sigma Y_i = 385$$

$$\Sigma X_i Y_i = 1.068$$

$$\Sigma X_i^2 = 55$$

Bu değerler, trend analizine ilişkin normal denklemlerde yerlerine konulduğunda (266),

$$\sum Y_i = a \sum X_i + bN$$

$$\sum X_i Y_i = a \sum X_i^2 + b \sum X_i$$

$$385 = 15a + 6b$$

$$1.068 = 55a + 15b$$

a ve b gibi bilinmeyenleri içeren iki denklem elde edilir. Denklemlerin çözümü ile de a ve b bilinmeyenlerinin değerleri bulunmuş olacaktır (267).

$$a = 6,03$$

$$b = 49,09$$

(266) SPIEGEL, R. M. : Theory and Problems of Statistics, New York, 1972, S. 220.

(267) Denklemlerin çözümü

$$385 = 15a + 6b$$

$$1.068 = 55a + 15b$$

$$- \frac{5}{2} \cdot 385 = - \frac{5}{2} \cdot 15a - \frac{5}{2} \cdot 6b$$

$$1.068 = 55a + 15b$$

$$- \frac{1.925}{2} = - \frac{75}{2}a - 15b$$

$$1.068 = 55a + 15b$$

$$- \frac{1.925}{2} + 1.068 = - \frac{75}{2}a + 55a$$

$$- \frac{1.925}{2} + 2.136 = \frac{-75a + 110a}{2}$$

$$- 1.925 + 2.136 = -75a + 110a$$

$$\frac{211}{35} = a$$

$$a = 6,03$$

$$1.068 = 55.6,03 + 15b$$

$$1.068 - 55,63 = 15 b$$

$$\frac{736,35}{15} = \frac{15b}{15}$$

$$b = 49,09$$

Değerler, $y = ax + b$ doğrusal denklemde yerlerine konulduğunda 1978 yılı başlangıç olmak üzere, gelecek yılların beklenen kâr öngörüsünü saptayan trend denklemi elde edilmektedir. Bu denklemden hareketle, gelecek beş yılın kâr öngörüsü TABLO 13'de saptanmıştır (268).

TABLO- 13

YILLAR	X (1978=0)	ÖNGÖRÜLEN KARLAR (TL.)
1984	6	85.270.-
1985	7	91.300.-
1986	8	97.330.-
1987	9	103.360.-
1988	10	109.390.-

Doğrusal trend denklemine göre ve işletme yaşam süresini sınırsız varsayan teorik görüş altında, endüstri koşullarının değişmediği sürece, fazla kârların artarak süreceği diziden anlaşılmaktadır. Ancak ekonomik değişmeler, varsayımları etkilemektedir. Bu nedenle, olasılıkların saptanmasında on yılı aşan projeksiyonların kullanılması fazla gerçekçi olmayabilir (269).

(268) $y = ax + b$ denklemde değerlerin yerlerine konarak kâr olasılıklarının elde edilmesi aşağıdaki gibidir:

$$y_6 = 6,03 \cdot 6 + 49,09 = 85,27$$

$$y_7 = 6,03 \cdot 7 + 49,09 = 91,30$$

$$y_8 = 6,03 \cdot 8 + 49,09 = 97,33$$

$$y_9 = 6,03 \cdot 9 + 49,09 = 103,36$$

$$y_{10} = 6,03 \cdot 10 + 49,09 = 109,39$$

-Doğrusal trendin hesaplanmasında, enflasyon veya deflasyon gibi ekonomik değişmeler dikkate alınmamış ve ekonominin istikrarlı olacağı varsayılmıştır.

(269) LALİK, Ü. : a.g.e., S. 73.

Trend analizi yoluyla elde edilen olaşı kârların, yöntem gereği bir ortalaması alınarak normal kârlardan çıkarılır. Bu yol ile elde edilen fazla kâr kestirilen yıl sayısı ile çarpılarak fazla kârlar toplamı elde edilir (270). Gelecek beş yıllık kârların ortalaması:

$$Y = \frac{85.270 + 91.300 + 97.330 + 103.360 + 109.390}{5}$$

$$Y = 97.330.- \text{ TL. 'dir.}$$

ABC işletmesinin özvarlık değeri 500.000.- TL.'dir. Endüstride normal kârlılık oranının ise % 15 olduğu varsayılmıştır. Böylece:

$$E_n = A.r = 500.000.- \times 0,15 = 75.000.- \text{ TL.}$$

olmaktadır (271).

$$\text{Yıllık fazla kâr } 97.330.- - 75.000.- = 22.330.- \text{ TL. '}$$

dir. Fazla kârın beş yıl süreceği varsayıldığından:

$$\text{Fazla kârlar toplamı} = 22.330.- \times 5 = 111.650.- \text{ TL. 'dir.}$$

(270) Aynı temel görüşü işleyen bir başka yöntem göre ise, fazla kârların yıllar itibariyle belirlenerek, bugünkü değerler toplamının elde edilmesi ileri sürülmektedir.

Bkz. RICHOU, M. : a.g.m., S. 9.

(271) Endüstri kolundaki kârlılık oranının, trend analizi yapılan süre içinde değişmeyeceği varsayılmaktadır.

$$V = 1.000.000.- + 5 \left(281.500 - 250.000 \right)$$

$$V = 1.000.000.- + 5 \left(31.500 \right)$$

V = 1.157.500.- TL. olmaktadır.

331- Yöntemle İlgili Eleştiriler

Şerefiyenin yarattığı fazla kârların dikkate alındığı bu yöntem, genel olarak kârları ve özvarlıkları temel alan (beraberce) karma yöntemlere benzemektedir. Özvarlık değerinin saptanmasında herhangi bir değişiklik söz konusu olmasına rağmen kârın saptanmasında karma yöntemlerden farklı olarak normal ve fazla kâr ayırımının ortaya konmasıdır. Net varlıklar üzerinden endüstri kolu kârlılık oranı ile saptanan normal kârların, işletmenin fiili kârlarından düşük olması halinde farkın fazla kâr biçiminde ele alınmasıdır.

Karma yöntemlerde, yöntemin kârları temel alan kısmında da işletmenin fiili kârları kullanılmaktadır. Bir başka deyişle, kanımızca, şerefiye değeri dolaylı olarak kendiliğinden dikkate alınmaktadır. Ancak, önemli bir farklılık, şerefiye dolayısıyla doğan fazla kârların sınırlı bir süreye dayandırılması olgusunda ortaya çıkmaktadır. Şerefiyeye dayanan yöntemlere yöneltilen eleştiriler diğer önceki yöntemlerin özvarlık ve kârlarla ilgili unsurlarına yöneltilen eleştirilerle aynıdır. (Gelecek kârların belirlenmesi, iskonto oranı vb.). Burada tekrardan kaçınılmak amacıyla ele alınmamışlardır.

34- TÜMDEĞERLEME İLE İLGİLİ BİR YÖNTEM ÖNERİSİ

340- Genel Açıklama

Bu kısımda, daha önceki kısımlarda açıklanmaya çalışılan temel değerlendirme yöntemlerinden yararlanılarak, ülkemiz koşullarına uygun olmasına özen gösterilen bir tümdeğerleme yöntemi önerilmeye çalışılacaktır.

Önerilen yöntem, genel kabul görmüş yaklaşımları temel alan tümdeğerleme yöntemlerinin eleştirilen yönlerinden faydalanılarak, bunlardan bazılarının bileşimine dayanan bir karma yöntem görünümündedir.

Yöntemin temel unsurlarını:

- Tümdeğerlemesi yapılacak olan işletmenin özvarlıkları,
- Özvarlıklar üzerinden hesaplanan normal kârlar,
- İşletmenin ait olduğu endüstri kolu düzeyindeki kârlılık oranı,
- İşletmenin elde edilmesi öngörülen kârları,
- Kapitalizasyon oranı,
- İskonto oranı,
- Ağırlık katsayısı

oluşturmaktadır.

Çalışmada görüldüğü gibi tüm yöntemler, eleştirilen yönleri ile tek başlarına bir işletmenin tümdeğerini belirlemede, birçok eksikleri ile ortaya çıkmaktadırlar. Ancak, değişik hallerde, bunlardan bazılarının bir bileşimi ileri sürülmüşse de, bileşimdeki birleşen yöntemlerin ağırlığına, yeterli bir açıklık getirilmemiştir. Bir başka noktada da, yöntemlerin çeşitli türdeki (endüstri, ticaret veya hizmet) işletmelerde uygulanılma durumuna değinilmeyiştir.

Çalışmada önerilen değerlendirme yöntemi ile, tüm değerlendirme olgusuna ülkemiz açısından yönelilmeye çalışılırken, genel kabul görmüş yaklaşımlara ileri sürülen eleştiriler, varsayım olarak kabul edilmiş ve öneride eleştirilen yönlerin olumsuz etkilerinin azaltılmasına çalışılmıştır.

Olumsuz etkilerin azaltılması, yöntemlerin bileşimdeki (önerideki) ağırlıklarını belirleyici temel unsur olan bir katsayının saptanması, olgusunu ortaya koymaktadır.

Ağırlık katsayısı biçiminde tanımlanan bu katsayının saptanması ile, (önerilen yöntemin bir özelliği olarak) iki önemli nokta açıklığa kavuşmaktadır. Bunlardan biri

- Yöntemin, her tür işletmenin tümdeğerlemesine (sanayi, ticaret ve hizmet işletmelerinin değerlendirilmesine) yönelik bir duruma ulaşması,

diğeri ise,

- Bileşimin (öneri yöntem) içerdiği yöntemlerin etkilerinin, dikkate alınmasıdır.

Gerçekte, bu iki nokta birbiri ile yakından ilişkilidir. Yöntemde de bu ilişki sağlanmaya çalışılacaktır. Katsayının saptanması ise, daha sonra ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

Önerilen yöntem, temel olarak üç genel kabul görmüş yaklaşımın ağırlıklı bileşiminden oluşmaktadır. Bir başka deyişle;

Tümdeğer = Ağırlık katsayısı x Özvarlık değeri +

Ağırlık katsayısı x Gelecek normal kârların peşin değeri

+ Sınırlı süreli fazla veya düşük kârların bugünkü değeri

Bu yaklaşımların ortaya koyduğu yöntemler çalışmanın önceki

kısımlarında açıklanmıştır (273).

Yöntem matematiksel bir ifade ile aşağıdaki gibi belirtilir.

$$V = c.A + \left[(1 - c) \frac{A.r}{i_1} \right] + \left[\frac{(R_1 - A.r)}{(1 + i_2)} + \frac{(R_2 - A.r)}{(1 + i_2)^2} + \dots + \frac{(R_n - A.r)}{(1 + i_2)^n} \right]$$

Önerilen yöntem, görüldüğü gibi üç ayrı matematiksel değer in cebirsel toplamından oluşmaktadır. Burada:

V = Tümeğeri,

A = Özvarlık değerini,

r = İşkol u veya endüstri düzeyindeki normal kârlılık oranını,

R = Tümeğeri şaptanacak işletmenin her faaliyet dönemi sonucunda yarattığı kârı,

i_1 = Kapitalizasyon oranını,

i_2 = İskonto oranını,

c = Endüstri, ticaret ve hizmet işletmelerine göre ilgili yaklaşımların ağırlığını belirleyecek ağırlık katsayısını

göstermektedirler.

Bu değerler, yöntemin uygulanması kısmında ayrıca açıklanmaya çalışılacaktır.

341- Yöntemin Uygulanması

Yöntemin uygulanma aşamaları,

- Yöntemi oluşturan değerlerin, ayrı, ayrı belirlenmesi,

- Ağırlık katsayısının, iskonto ve kapitalizasyon oranının saptanması,

- Endüstri kolu genel kârlılık oranının belirlenmesinden oluşmaktadır.

3410- Özvarlık Değeri

Önerilen yöntemin birinci ifadesi, bir başka deyişle "A", tümdeğerlemesi yapılacak işletmenin, özvarlıkları temel alınarak hesaplanan tümdeğeri oluşturmaktadır. Öneride, bu noktada, özvarlıkları temel alan yöntemlerden hangisinin kullanımı açıkça belirtilmemiş ise de bundan amaç yöntemin uygulanmasındaki yeterli esnekliği uygulayıcıya sağlayabilmek içindir.

Çalışmanın son kısmında, öneri yöntem ile gerçekleştirilen uygulamada, düzeltilmiş özvarlık değeri yöntemi öneriye daha uygun görüldüğünden tercih edilmiştir.

3411- Gelecek Normal Kârların Peşin Değeri

Yöntemin ikinci ifadesi $\frac{A.r}{i_1}$ ise, görüldüğü gibi gele-

cek kârların peşin değerine dayanmaktadır. Bir başka deyişle, kârı temel alan değerleme yöntemlerini esas almaktadır. Ancak burada işletmenin sürekliliği nedeniyle kârların hesaplara yansıtılmasını kolaylaştırmak açısından, sabit ortalama bir kârın peşin değeri, ele alınmıştır.

Sabit ortalama kâr ise, endüstri kolu düzeyindeki genel kârlılık oranı ile, özvarlıklar üzerinden hesaplanan normal kâra eşit varsayılmıştır. Yöntemde bu kârın peşin değeri elde edilmiştir.

3412- Sınırlı Süreli Gelecek Fazla Veya Düşük Kârların Bugünkü Değeri

Önerilen yöntemin üçüncü ve son kısmını oluşturan ifade

$$+ \left[\frac{(R_1 - A.r)}{(1 + i_2)} + \frac{(R_2 - A.r)}{(1 + i_2)^2} + \dots + \frac{(R_n - A.r)}{(1 + i_2)^n} \right]$$

ise, gelecek sınırlı bir sürede oluşacak fazla kârların, veya normal kârın altında oluşacak düşük kârların bugünkü değerlerinin saptanmasını temel almaktadır. Yöntemde, bu sürenin genellikle 3-5 yıl gibi bir zaman ile sınırlı tutulması öngörülmektedir. Bu sınırlamadan amaç, iş kolu veya endüstri düzeyindeki fazla kârların yeni girişimcileri teşvik ederek piyasaya çekeceği ve gittikçe artan rekabet sonucu kârların normal düzeye ineceği, varsayımına dayanmaktadır.

Bazı işletmelerin kârlarının, işkolu düzeyinden daha aşağıda gerçekleşmeleri halinde ise, girişimcilerin daha kârlı yatırımlara yönelerek piyasadan çekilmeleri ile, kârların normal seviyeye yükseleceği varsayımı söz konusudur. Her iki durumda da, sürenin sınırlı olması, yöntemin bu son ifadesinin ayrıca bir katsayıyla ağırlığının tüm yönteme yansıtılması gerekliliğini ortadan kaldırmaktadır.

3413- Ağırlık Katsayısının Saptanması

Daha önce, ilgili katsayıdan söz edilirken, öneri yöntemdeki işlevinin iki noktayı içerdiği belirtilmiş idi. Bunlardan biri, öneriyi oluşturan değerlerin yöntemdeki ağırlı-

ğını saptaması, diğeri ise öneri yöntemin işletme türüne (sanayi, ticaret, hizmet) göre uygulanma esnekliğini kazandırması idi. Yine aynı yerde, bu iki işlemin birbiri ile çok yakın bir ilişki içinde bulunduğu belirtilmiş idi.

Ülkemiz koşulları açısından, işletmeler arası birleşmelerde tümdeğerleme olgusunda, en çok dikkate alınan unsurların işletme varlıkları, özellikle de sabit varlıklar olduğu gözlenmektedir. Nedeni ise, teknolojik eksikliğe ve kaynakların sınırlı olmasına dayanmaktadır.

İşletme aktifine kayıtlı tüm varlıklar bir işletmenin varlık yapısını oluşturmaktadırlar. Varlık yapısı içinde dönen, bağlı ve sabit varlıkların oranlarının ne olması gerektiği işletmenin yapısına ve yaptığı işe göre değişmektedir. Örneğin, komisyon işi yapan bir işletmenin, kiraladığı sabit varlıkla hizmet yapan bir işletmenin sabit varlık oranı düşüktür. Sanayi işletmelerinde ise bu oran yukarıdaki işletmelere göre oldukça yüksektir (274).

Sabit varlıkların bu özelliği dikkate alındığında, önerilen yöntemdeki birleşen değerlerin ağırlığını işletmenin türüne göre belirleyen katsayının saptanması işleminde, sabit varlıkların tüm varlıklara oranı ele alınabilir. Sabit varlıklar/tüm varlıklar oranına sabit varlık yoğunluk katsayısı veya tesisat yoğunluk katsayısı adı verilmektedir (275).

Tümdeğerlemede, belirlenen bu katsayının büyük olması halinde, önerilen yöntemin özvarlıkları temel alan birinci ifadesinin değeri toplam içinde artacak, düşük olduğu durumda ise, normal kârları temel alan ikinci ifadenin toplam içindeki değeri yükselecektir. Bu nedenle de öneri yöntem içerdiği temel yöntemlerin eleştirilen yöntemlerini bu katsayı oranında yüklenecek ve olumsuz etkilerin büyük bir bölümünden uzaklaşmış bir görünüme dönüşecektir.

(274) DURMUŞ, A. H. : Mali Tablolar Tahlili, İstanbul, 1981, S. 175.

(275) DURMUŞ, A. H. : Mali Tablolar Tahlili, S. 174.

İşletme türlerine göre ülkemizde varlık yapısı içinde sabit varlıkların ve diğer varlıkların, bazı sanayi işkollarına göre yapıları belirlenmiştir (276). Ancak çalışmada, önceden belli oranların kullanılması yerine tümdeğerlemede işletmenin değerlendirme günündeki bilançosundan elde edilen sabit varlık yoğunluk katsayısının kullanılması öngörülmüştür. Böylece, bu katsayı aracılığıyla öneri yöntemi oluşturan değerlerin, her tür işletmede ağırlıkları kendiliğinden belirlenebilmektedir. Ancak, sabit varlık yoğunluk katsayısının yeniden değerlendirilmiş bir öz varlık değeri içinde dikkate alınması gereklidir. Aksi takdirde, dönen değerler zaman içinde güncel değerlerini korurken, sabit varlıkların kayıtlı değerleri ile yıllar boyu kalmaları sağlıklı bir sabit varlık yoğunluk katsayısının elde edilmesini olanak dışı bırakacaktır.

3414- Endüstri Kolu Genel Kârlılık Oranının Saptanması

Endüstri kolu genel kârlılık oranının saptanması:

1- İlgili endüstri kolundaki mevcut işletmeler arasında yapılacak bir araştırma aracılığı ile,

2- Sanayi ve Ticaret odalarınınca yayınlanmış oranlar aracılığı ile,

3- Orta ve uzun vadeli kredi veren bankalarca yayınlanmış oranlar aracılığı ile

gerçekleştirilebilmektedir.

Öneri yöntemle ilgili uygulamada, endüstri kolu genel kârlılık oranının saptanması olgusunda, ülkemizde Sanayi ve Ticaret Odalarınınca yayınlanmış herhangi bir orana rastlanmamıştır.

Orta ve uzun vadeli kredi veren bankaların ise bu tür oranları, sadece kredi verdikleri işletmeler arasından kendi

amaçları doğrultularında saptadıkları görülmüştür.

Bu nedenle çalışmada, ilgili oranın saptanmasında üçüncü yol seçilmiştir. Öneri yöntemin uygulandığı işletmenin içinde bulunduğu metal eşya endüstri işkolundaki mevcut işletmeler arasında örnekleme metoduyla yapılan bir araştırma ile 15 işletmenin son üç yıllık kârlılıkları (bilânço kârı/öz sermaye) incelenmiş ve aşağıda Tablo 16'daki oranlar elde edilmiştir.

TABLO- 16

METAL EŞYA ENDÜSTRİ İŞKOLU YILLAR İTİBARIYLA
GENEL KARLILIK ORANLARI
(Bilânço kârı/öz sermaye)

<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>
0,30	0,63	0,48

Yöntemde kullanılacak oranın ise, son üç yıllık oranların bir ortalaması biçiminde ele alınması, gelecek kârların saptanması açısından daha uygun görülmüştür. Bir başka deyişle:

$$= \frac{0,30 + 0,63 + 0,48}{3} = 0,47$$

biçiminde saptanmış ve bu oranın gelecek beş yıl içinde değişmeyeceği varsayılmıştır.

3415- İskonto Oranının Seçimi

Çalışmanın önceki kısımlarında gelecek kârları bugünkü değere indirgeyecek iskonto oranının seçiminde çeşitli görüşler ele alınarak açıklanmaya çalışılmıştır. Bunlardan biri de, devlet tahvilleri faiz oranı idi (277).

(277) İskonto oranı ile ilgili görüşler için Bkz. S. 81-84.

Ülkemizde, mevcut enflasyonist baskının devlet tahvilleri faiz oranı ile en iyi biçimde ortaya konduğu, bu nedenle de bu oranın iskonto oranı olarak seçimi yöntemde uygun görülmüştür.

Ülkemizde çeşitli adlarla çıkarılmış bulunan devlet tahvillerinin faizlerinin sürelerine göre oldukça değişik olduğu gözlenmektedir. Ancak, 1984 senesinde çıkarılan % 43 faizli devlet iç borçlanma tahvilleri, kanımızca enflasyonist baskıyı belirtilen sınırlı sürede en iyi yansıtan oran biçiminde gözükmektedir. Bu nedenle önerilen yöntemle ilgili uygulamada iskonto oranı % 43 olarak kabul edilmiştir.

3416- Kapitalizasyon Oranının Seçimi

Çalışmanın önceki kısımlarında, teoride kapitalizasyon oranının seçiminde çeşitli görüşlerin varlığı ortaya konmaya çalışılmıştır (278).

Ülkemiz uygulamasında ise, orta ve uzun vadeli kredi veren ve işletmelerin tümdeğerlemesi ile uğraşan bazı yatırım bankaları, bu oranın seçiminde kapitalizasyon çarpanından hareketle (279) farklı endüstri işkollarındaki çeşitli işletmelerin, hisse senetlerinin, temettü/piyasa değeri oranlarının, bir ortalamasını ele almaktadırlar.

Kanımızca, çeşitli endüstri kollarına ait böyle bir ortalamanın kendisini oluşturan herhangi bir endüstri kolunun kapitalizasyon oranını, gerçekçi bir biçimde temsil edemeyeceğidir. Bu nedenle de, bu biçimde kullanılması uygun görülmemiştir.

Öneri yöntemle ilgili uygulamada ise, çeşitli endüstri kollarına ait işletmeler arasından elde edilen bu oran yerine, sadece metal eşya sanayi işkoluna özgü bir oran ele alınmak istenmiş, bu amaçla da endüstri kolunda mevcut 15 işletme ara-

(278) Kapitalizasyon oranı ile ilgili görüşler için Bkz. S.87-88.

(279) Bkz. S. 88.

sında bir araştırma gerçekleştirilmiştir.

Bu araştırma aracılığı ile işkolunda mevcut işletmelerin hisse senetlerini temettü/piyasa değeri, 1983 senesi için 0,27 olarak saptanmıştır. Ancak oranın, işletmeler arası birleşmelerde, büyüme potansiyeli ve yeni yönetimin varlıklar üzerindeki etkinliği dikkate alınarak düzeltilmesi gerekmektedir (280). Birleşme sonrasında, ilgili oranda 0,05'lik bir ilâve artışın sözkonusu olacağı varsayıldığında:

$$\text{Kapitalizasyon oranı} = 0,27 + 0,05 = 0,32$$

olarak saptanabilecektir (281)

342- Yöntemle İlgili Bir Uygulama

Bu uygulamada öncelikle, tümdeğerlemesi yapılacak işletme tanıtılacak, daha sonra tümdeğerleme yöntem önerisinin gerekli unsurlarının saptanmasına geçilecek ve sonuç olarak da işletmenin tümdeğeri belirlenmeye çalışılacaktır.

3420- İşletmenin Tanıtılması

... Sanayi ve Ticaret A.Ş. her türlü metal eşya üretimi amacıyla, 1973 senesinde 8 milyon lira sermaye ile kurulmuştur. Kayıtlı sermaye yeniden değerlendirme (282) dolayısıyla ha-

(280) Bkz. S. 88, Dipnot 174.

(281) İki ayrı tür kârın beraberce ele alındığı bu tür yöntemlerde, şerefiye kârını bugünkü değere indirgeyen iskonto oranı, gelecek normal kârların peşin değerini veren kapitalizasyon oranına göre daha yüksek seçilmelidir. Bu iki oran arasındaki orantı, uzmanlarca genellikle $i_2=2i_1$ biçiminde ele alınmaktadır. Ancak bu eşitlik bağlayıcı olmamakta, koşullara göre değişmektedir. Bkz. RICHOU, M. : a.g.e., S. a7.

Bu çalışmada ise ülkemiz koşullarında önerilen yöntemle ilgili uygulamada ilgili orantı yukarıdaki biçimde kullanıldığı takdirde, kanımızca gelecek fazla veya düşük kârların çok yüksek bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi söz konusu olmaktadır. Böylece de işletmenin tümdeğerini olduğundan düşük saptanması olgusu ortaya çıkmaktadır.

(282) 2791 Sayılı Kanun ile.

len 150.700.000.- TL.'na ulaşmıştır.

İşletme, İstanbul'daki fabrikasında çeşitli metal eşyalar üretmekte ve satış mağazaları aracılığı ile de toptan ve perakende olarak satmaktadır.

İşletme bünyesinde 30 teknik işgören, 3 yönetici işgören, 15 büro ve satış işgöreni olmak üzere 48 işgören çalışmaktadır. İşletmenin süresi, ortaklık ana sözleşmesinde tescil ve ilân tarihinden itibaren 50 yıl olarak belirlenmiştir.

İşletme ve endüstri kolu ile ilgili diğer bilgiler daha sonra sırası geldikçe ele alınacaktır.

3421- İşletmenin Özvarlık Değeri

Yöntem önerisinin açıklanması sırasında, öneri yöntem ile ilgili uygulamada özvarlık değerinin saptanmasında düzeltilmiş özvarlık değerinin kullanılacağı belirtilmişti. İşletmenin tümdeğerleme günündeki 15.6.1984 tarihli bilançosu aşağıdaki gibidir.

... SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15.6.1984 TARİHLİ BİLANÇOSU
(000 TL.)

AKTİF		PASİF	
<u>DÖNEN VARLIKLAR</u>	424.500.-	<u>KISA SÜRELİ BORÇLAR</u>	339.628.-
Kasa ve bankalar	17.373.-	Bankalara borçlar	93.413.-
Alıcılar	15.165.-	Satıcılar	75.025.-
Alacak Senetleri	250.000.-	Borç senetleri	127.298.-
Öteki alac.	46.444.-	Öteki kısa süreli borçl.	43.892.-
Stoklar	95.518.-		
<u>SABİT VARL. (NET)</u>	216.000.-	<u>ÖZ SERMAYE</u>	300.872.-
	<u>640.500.-</u>		<u>640.500.-</u>

a) Varlık kalemlerinin saptanması ve değerlemesi

1- Varlık kalemlerinin saptanması

... Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin varlık kalemlerinin yapılan envanterinde, herhangi önemli bir güçlük çıkmamış ve muhasebe dışı envanterle, muhasebe içi envanter arasındaki eşitlik elde edilmiştir. Ayrıca, teknik bir bilirkişi yardımıyla da varlıkların, işletmenin faaliyet konusu ile tamamiyle ilişkili olduğu görülmüştür.

2- Varlıkların değerlemesi

2a- Döner varlıkların değerlemesi

Değerleme işlemine önce döner varlıklardan başlanmıştır. Nakit değerler gerçek değerleri ele gözüktüğünden yapılacak herhangi bir işlem yoktur. ... Sanayi ve Ticaret işletmesinin stoklara ait dökümü ise aşağıdaki gibidir.

TABLO- 17

... SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15.6.1984 İTİBARIYLA STOKLARIN YAPISI
(000 TL.)

<u>STOKLAR</u>		95.518.-
Hammaddeler	55.400.-	
Yardımcı maddeler	2.310.-	
İşletme malzemeleri	2.865.-	
Onarım malzemeleri	1.513.-	
Üretim artıkları	3.820.-	
Mamul mallar	29.610.-	
	<u>95.518.-</u>	

Spekülatif amaçlı stok ile, değerini kaybeden stoklara rastlanmamıştır. Stoklar yöntem gereği piyasa değerleri ile değerlendirilmişler ve piyasada para değerindeki değişimler dolaşımıyla maliyet bedellerinin % 30 üzerinde bir değer bulabilecekleri yapılan araştırmalardan görülmüştür. Böylece stoklar:

<u>MALİYET BEDELİ</u>	<u>PIYASA DEĞERİ</u>
Stoklar 95.518.000.- TL.	124.173.400.- TL.

olarak belirlenmiştir.

Alıcılar hesabında gözüken senetsiz alacaklar çok kısa vadeli olduklarından cari değerleriyle gözükükleri kabul edilmiştir. Senetli alacakların değerlerinin ve işletme için ifade ettikleri değere indirgenmesi gerekmektedir. Gerçekleştirilen bu işlem ile senetli alacaklar

<u>İTİBARI DEĞER</u>	<u>CARI DEĞER</u>
SENETLİ ALACAKLAR 250.000.000.- TL.	227.500.000.- TL.

olarak saptanmıştır.

Öteki alacaklar başlığı altındaki toplanan alacakların ise hammadde ve diğer yardımcı maddelerin temini için verilen avanslarla, personele verilen avanslardan oluştuğu görülmüştür. Öteki alacakların çok kısa vadeli oldukları bu nedenle de cari değerleriyle gözükükleri kabul edilmiştir. Değerleme gününde, alacakların tahsil kabiliyetlerini koruduğu görülmüş ve herhangi bir karşılık ayrılmamıştır.

2b- Duran varlıkların değerlendirilmesi

... Sanayi ve Ticaret A. Ş.'nin 15.6.1984 itibariyle sabit varlıklarının yapısını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

TABLO- 18

... SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
15.6.1984 İTİBARI İLE SABİT VARLIKLARIN YAPISI
(000 TL.)

<u>SABİT VARLIKLAR (NET)</u>		216.000.-
Binalar	235.264.-	78.905.-
Bir. Amortisman	156.359.-	
Makineler	236.030.-	47.286.-
Bir. Amortisman	188.744.-	
Nakil vasıtaları	36.648.-	2.724.-
Bir. Amortisman	33.924.-	
Demirbaşlar	18.425.-	1.405.-
Bir. Amortisman	17.020.-	
Tesisler	193.200.-	85.680.-
Bir. Amortisman	107.520.-	
		<hr/>
		216.000.-

İşletmeye ait binaların tamamının, işletme faaliyetinin sürekliliği için gerekli olduğu böylece faydalanma katsayısının 1 olduğu görülmüştür. Şirket 1982 yılında, V.U.K.'-nda değişiklik yapan yasayla getirilen yeniden değerlendirme uygulamasını gerçekleştirmiştir. Bu nedenle de tüm duran varlıkların cari değerleri ile gözüktüğü kabul edilmiştir.

b- Borç kalemlerinin saptanması ve değerlemesi

Borçlar vadelerine göre sınıflandırılmışlardır. Kısa süreli borçları oluşturan tüm kalemlerin, öteki kısa süreli borçlar hariç, çok kısa vadeli oldukları görülmüş ve bu nedenle cari değerleriyle gözüktüğü kabul edilmiştir.

c- Risk ve taahhütler için karşılık saptanması

İşletme riski bilançonun aktif tutarı üzerinden % 1 olarak kabul edilmiştir. Bu nedenle

$$\text{Risk} = 640.500.000.- \times 0,01 = 6.405.000.- \text{ TL.}$$

olarak saptanmıştır.

İşletmenin vergi borçlarının ise, öteki kısa süreli borçlar hesabı içinde ele alındığı görülmüştür. Karşılık olarak, bu tutar kabul edilmiştir. Yukarıdaki bilgilerin ışığı altında ... Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin özvarlık değeri, aşağıdaki tabloda belirlenmiştir.

TABLO- 19

... SANAYİ VE TİCARET A. Ş.
ÖZVARLIK DEĞERİ
(000 TL.)

<u>VARLIKLAR</u>	
Kasa ve bankalar	17.373.000.-
Stoklar	124.173.400.-
Alacaklar	15.165.000.-
Alacak senetleri	227.500.000.-
Öteki alacaklar	46.444.000.-
Binalar	78.905.000.-
Makineler	47.286.000.-
Nakil vasıtaları	2.724.000.-
Demirbaşlar	1.405.000.-
Tesisler	85.680.000.-
	<u>646.665.400.- TL.</u>

BORÇLAR VE KARŞILIKLAR

Bankalara borçlar	93.413.000.-
Satıcılar	75.025.000.-
Borç senetleri	127.228.000.-
Karşılıklar	50.297.000.-
	<u>345.963.000.-</u>

... Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin

ÖZVARLIK DEĞERİ = 646.655.400.- - 345.963.000.-

= 300.692.400.- TL.

3422- İşletmenin Gelecek Normal Kârlarının
Peşin Değeri

Tümdeğerin belirlenmesinde önerilen yöntemin ikinci kısmını, bilindiği gibi gelecek normal kârların peşin değeri oluşturmaktadır. Yöntemde, sabit ortalama bir kârın peşin değeri ele alınmakta bu kâr ise, yöntem gereği özvarlıklar üzerinden belli bir oran ile hesaplanmaktadır. Bu oran endüstri kolundaki ortalama kârlılık oranıdır.

Metal eşya endüstri kolunda genel kârlılık oranı 0,47 olarak belirlenmiş ve bu oranın gelecek beş yıl içinde de değişmeyeceği öngörülmüştür (283).

Böylece yıllık ortalama normal kâr, (A.r) matematiksel ifadesinden;

$$300.692.400.- \times 0,47 = 141.325.428.- \text{ TL.}$$

olarak saptanabilmektedir. Elde edilen bu değer kapitalizas-

(283) Önerilen yöntemde genel kârlılık oranının belirlenmesi için Bkz. S. 156-157.

yon oranı (284) ile kapitalize edildiğinde

$$\frac{141.325.428.-}{0,32} = 441.641.962.- \text{ TL.}$$

öneri yöntemin ikinci kısmı da tamamlanmış olacaktır.

3423- İşletmenin Sınırlı Süreli Fazla Kârların Bugünkü Değeri

Önerilen yöntemin sonuncu kısmını, gelecek fazla kârların bugünkü değeri oluşturmaktadır. Bu amaçla ... Sanayi ve Ticaret İşletmesinin gelecek yıllarda oluşabilecek fazla kârların kestirilmesi gerekmektedir. Gelecek kârların öngörülmesine ışık tutacak, geçmiş beş dönemlik bilânço ve gelir tabloları aşağıda Tablo 20 ve 21'de ele alınmışlardır (285).

(284) Önerilen yöntemdeki kapitalizasyon oranının seçimi için Bkz. S. 158-159.

(285) Gelecekteki kârların kestirilmesinde temel oluşturacak bu beş yıllık dönemi içeren mali tablolar denetlenmiş, doğru ve güvenilir olduğu görülmüştür.

TABLO- 20

... SANAYİ VE TİCARET A.Ş. SON BEŞ HESAP DÖNEMİ DEĞERLEME AMAÇLI BİLANÇOLARI (000 TL.)

HESAP İSİMLERİ	31.12.1979	31.12.1980	31.12.1981	31.12.1982	31.12.1983
AKTİF					
I- DÖNEN VARLIKLAR					
KASA VE BANKALAR	12.980.-	15.576.-	17.915.-	23.289.-	25.617.-
ALICILAR (SENETLİ-SENETSİZ)	40.000.-	45.600.-	60.800.-	79.040.-	86.944.-
ÖTEKİ ALACAKLAR VE DÖNEN VARLIKLAR	19.211.-	25.453.-	20.400.-	26.520.-	29.172.-
STOKLAR	<u>74.944.-</u>	<u>95.950.-</u>	<u>138.380.-</u>	<u>179.894.-</u>	<u>190.894.-</u>
DÖNEN VARLIKLAR TOPLAMI	147.135.-	182.579.-	237.495.-	308.743.-	332.627.-
II- SABİT VARLIKLAR (NET)					
	<u>23.748.-</u>	<u>34.514.-</u>	<u>48.319.-</u>	<u>196.500.-</u>	<u>216.000.-</u>
	23.748.-	34.514.-	48.319.-	196.500.-	216.000.-
AKTİF TOPLAMI	<u>170.883.-</u>	<u>217.093.-</u>	<u>285.814.-</u>	<u>505.243.-</u>	<u>548.627.-</u>
PASİF					
I- KISA SÜRELİ BORÇLAR					
BANKALARA BORÇLAR	17.565.-	31.045.-	55.060.-	84.070.-	96.400.-
SATICILAR (SENETLİ-SENETSİZ)	11.228.-	13.217.-	22.300.-	120.000.-	85.450.-
ÖTEKİ KISA SÜRELİ BORÇLAR	<u>1.666.-</u>	<u>5.205.-</u>	<u>16.560.-</u>	<u>25.301.-</u>	<u>65.905.-</u>
KISA SÜRELİ BORÇLAR TOPLAMI	30.459.-	49.467.-	93.920.-	129.371.-	247.755.-
II- UZUN SÜRELİ BORÇLAR					
	2.819.-	2.500.-	2.000.-	-	-
III-ÖZ SERMAYE					
	<u>137.605.-</u>	<u>165.126.-</u>	<u>189.894.-</u>	<u>275.872.-</u>	<u>300.872.-</u>
PASİF TOPLAMI	<u>170.883.-</u>	<u>217.093.-</u>	<u>285.814.-</u>	<u>505.243.-</u>	<u>548.627.-</u>

TABLO- 21

... SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

SON BEŞ HESAP DÖNEMİ DEĞERLEME AMAÇLI GELİR TABLOLARI (000 TL.)

HESAP İSİMLERİ	1979	1980	1981	1982	1983
SATIŞ HASILATI	236.889.-	371.644.-	560.450.-	796.607.-	1.033.589.-
SATIŞLARIN MALİYETİ	-157.926.-	-269.594.-	-431.354.-	-620.368.-	- 853.464.-
BRÜT SATIŞ KARI	78.963.-	102.050.-	129.096.-	176.239.-	180.125.-
YÖNETİM VE SATIŞ MASRAFLARI	- 6.073.-	- 7.250.-	- 9.500.-	- 11.250.-	- 13.625.-
NET SATIŞ KARI	72.890.-	94.800.-	119.596.-	164.989.-	166.500.-
İŞLETME DIŞI GELİRLER	+ 1.456.-	+ 1.920.-	+ 1.000.-	+ 1.046.-	+ 1.500.-
	74.346.-	96.720.-	120.596.-	166.035.-	168.000.-
İŞLETME DIŞI GİDERLER	- 5.933.-	- 9.883.-	- 17.020.-	- 10.200.-	- 8.412.-
BİLANÇO KARI	68.413.-	86.837.-	103.576.-	155.835.-	159.588.-

Yukarıdaki bilgilerin ışığı altında gelecek kârlara ilişkin bir öngörü, trendi analizi ile elde edilebilir. Yönetim gereği fazla kârların gelecek üç yıllık süre içerisinde devam edeceği daha sonra etkisinin kalmayacağı varsayılmıştır.

Tablo 22'de Sanayi ve Ticaret işletmesinin geçmiş beş yıllık kârları ve trend analizine ilişkin veriler belirlenmiştir (286).

TABLO- 22

... SANAYİ VE TİCARET İŞLETMESİNİN
GEÇMİŞ BEŞ YILLIK KARLARI VE TREND ANALİZLERİ
(000 TL.)

YILLAR N	SIRA NO. X_1	KARLAR Y_1	$X_1 Y_1$	X_1^2
1978	0	50.560.- (285)	0	0
1979	1	68.413.-	68.413.-	1
1980	2	86.837.-	173.674.-	4
1981	3	103.576.-	310.728.-	9
1982	4	155.835.-	623.340.-	16
1983	5	159.588.-	797.940.-	25
Σ TOPLAM	15	624.809.-	1.974.095.-	55

(286) 1978 yılına sadece hesaplama açısından gerekli olduğu için mali tablolarda yer verilmemiştir.

Tablodaki toplamlardan da görüldüğü gibi:

$$\begin{aligned} N &= 6 \\ \sum X_1 &= 15 \\ \sum Y_1 &= 624.809 \\ \sum X_1 Y_1 &= 1.974.095 \\ \sum X_1^2 &= 55 \end{aligned}$$

Bu değerler trend analizine ilişkin denklemlerde yerlerine konulduğunda (287).

$$\sum Y_1 = a \sum X_1 + b_1 V$$

$$\sum X_1 Y_1 = a \sum X^2 + b \sum X_1$$

$$624.809 = 15a + 6b$$

$$1.974.095 = 55a + 15b$$

a ve b gibi bilinmeyenleri içeren iki denklem elde edilmiştir. Denklemlerin çözümü ile de, a ve b değerleri saptanır (288).

(287) Trend analizine ilişkin normal denklemler için Bkz. S. 144.

(288) Denklem çözümü

$$624.809 = 15a + 6b$$

$$1.974.095 = 55a + 15b$$

$$- \frac{5}{2} \cdot 624.809 = - \frac{5}{2} \cdot 15a + - \frac{5}{2} \cdot 6b$$

$$- \frac{3.124.045}{2} = - \frac{75}{2}a - \frac{30}{2}b$$

$$- \frac{3.124.045}{2} = - \frac{75}{2}a - 15b$$

$$1.974.095 = 55a + 15b$$

$$- \frac{3.124.045}{2} + 1.974.095 = - \frac{75}{2}a + 55a$$

$$- \frac{3.124.045 + 3.948.190}{2} = - \frac{75a + 110a}{2}$$

$$824.145 = 35a$$

$$a = \frac{824.145}{35} = 23.547$$

$$a = 23.547$$

$$1.974.095 = 55(23.547) + 15b$$

$$1.974.095 = 1.295.085 + 15b$$

$$1.974.095 - 1.295.085 = 15b$$

$$679.010 = 15b$$

$$b = \frac{679.010}{15} = 45.267,3$$

$$b = 45.267,3$$

Saptanan bu değerler

$$y = ax + b$$

doğrusal denkleminde yerlerine konulduğunda, 1978 yılı başlangıç olmak üzere, gelecek 3 yılın kâr öngörülerini saptayan trend denklemine göre elde edilen sonuçlar Tablo 23'de belirtilmiştir (289).

TABLO- 23
(000 TL.)

YILLAR	X(1978:0)	ÖNGÖRÜLEN KARLAR (TL.)
1984	6	186.549,3
1985	7	210.096,3
1986	8	233.643,3

Doğrusal trend denklemine göre fazla kârların artarak süreceği görülmektedir. Ancak önerilen yöntemde, endüstri koşullarının değişimi sonucu kârların sınırlı olduğu varsayımı vardır. Bu nedenle, üçüncü yılın sonunda fazla kârların tamamen yok olacağı varsayılmıştır.

Tablo 24'de ... Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 1984-1986 arası öngörü kârları ile ilgili bilgiler verilmiştir.

(289) $y = ax + b$ denklemlerinde değerler yerlerine konarak kâr olasılıklarının elde edilmesi aşağıdaki gibidir.
 $y_6 = 23.547.(6) + 45.267,3 = 186.549,3$
 $y_7 = 23.547.(7) + 45.267,3 = 210.096,3$
 $y_8 = 23.547.(8) + 45.267,3 = 233.643,3$

TABLO- 24

1984-1986 ARASI ÖNGÖRÜLEN KARLAR

YILLAR	ÖNGÖRÜLEN KAR (R)	ORTALAMA YILLIK KAR (A.r)	FAZLA KAR (R-A.r)
1984	186.549.300.-	141.325.428.-	45.223.872.-
1985	210.096.300.-	141.325.428.-	68.770.872.-
1986	233.643.300.-	141.325.428.-	92.317.872.-

* Ortalama yıllık kâr 141.325.428.- TL.'dir (290).

Yönteme göre sınırlı süreli fazla kârların bugünkü değeri, sabit bir iskonto oranı üzerinden aşağıdaki gibi saptanmaktadır.

$$E_p = \frac{(R_1 - A.r)}{(1 + i_2)^1} + \frac{(R_2 - A.r)}{(1 + i_2)^2} + \frac{(R_3 - A.r)}{(1 + i_2)^3} =$$

E_p = Fazla kârların bugünkü değeri,

Tablo 24'deki öngörüye göre

$$E_p = \frac{45.223.872.-}{(1,43)} + \frac{68.770.872.-}{(1,43)^2} + \frac{92.317.872.-}{(1,43)^3} =$$

$$E_p = 31.625.085.- + 33.630.432.- + 31.570.224.-$$

$$= 96.825.741.- \text{ TL.'dir.}$$

3424- Ağırlık Katsayısının Saptanması

Birleşme olgusunda, işletmelerin tümdeğerlerinin saptanması amacıyla önerilen yöntemin en önemli noktalarından biri de, karma yöntem niteliğinde olan önerideki değerlerin ağırlığını belirleyecek olan katsayının, saptanmasıdır.

Öneride katsayının saptanmasında, sabit varlık/tüm varlıklar oranı, bir başka deyişle, sabit varlık yoğunluk katsayısı önerilmiştir.

... Sanavi ve Ticaret A.Ş.'nin tümdeğerleme gününde bu katsayı:

$$C = \frac{\text{Sabit varlıklar}}{\text{Tüm varlıklar}} = \frac{216.000.000.-}{640.500.000} = \% 33,7$$

biçimindedir.

3425- Tümdeğerin saptanması

Önerilen tümdeğerleme yönteminin:

$$V = cA + \left[(1 - c) \frac{A \cdot r}{i_1} \right]$$

$$+ \left[\frac{(R_1 - A \cdot r)}{(1 + i_2)^1} + \frac{(R_2 - A \cdot r)}{(1 + i_2)^2} + \dots + \frac{(R_n - A \cdot r)}{(1 + i_2)^n} \right]$$

Matematiksel ifadesinde, elde edilen bu değerler yerlerine konulduğunda,

$$V = 0,337 \times 300.692.400 + (1-0,337) \times 441.641.962.+ \\ 96.825.741 =$$

$$V = 101.333.338 + 292.808.620 + 96.825.741 = \\ = 490.967.699.- TL.$$

İşletmenin tümdeğeri olarak 490.967.699.- TL. elde edilmektedir.

4- SONUÇ

Çağdaş ekonomilerde işletmeler, büyük miktarda ve üstün kalitede, mal ve hizmet üretiminin gerektirdiği teknolojiyi uygulayabilmek için, uygun görülen büyüklükte kurulabildikleri gibi, yaşam süreleri içerisinde de arzu ettikleri büyüklüğe ulaşma yoluna gitmektedirler.

Bu çalışmanın amacı, işletmelerin arzu ettikleri büyüklüğe ulaşmada bir yol olan, işletmeler arası birleşmelerde, birleşmeye taraf olan işletmelerin, varlık ve haklarının bir bütün olarak değerlendirilerek objektif bir tümdeğerin saptanabilmesi idi.

Bu amaçla çalışmada önce işletmeler arası birleşmeler incelenmiş ve tümdeğerleme olgusu ile ilişkilendirilerek gerekliliği açıklanmaya çalışılmıştır.

Bu ilişkilendirme, teorik çerçevede gerçekleştirilirken, birleşme sonrasında işletmeler arasında oluşan ekonomik ve yapısal ilişkileri belirleyen finansal işlemleri içeren muhasebe yöntemleri de ele alınmıştır.

Ayrıca olgunun ülkemiz mevzuatındaki durumu da araştırılmış ve örnekleriyle açıklanmıştır.

İşletmeler arası birleşmelerde tümdeğerleme gerekliliği, değerlemenin gerçekleştirilmesinde kullanılacak olan yöntemlerin ortaya çıkma nedenini oluşturmuştur. Çalışmada, çeşitli genel kabul görmüş yaklaşımları temel alan yöntemler, önerilen ve eleştirilen yönleriyle incelenmeye çalışılmıştır.

Tüm bu yöntemler, çeşitli yönleriyle bazı varsayımlara veya subjektif nitelikteki özelliklere dayanmaktadırlar. Bu nedenle, bu yöntemlerden hangisinin en uygun olduğu belirtilememiştir.

Değerlemenin amacı, farklı kapsamdaki değerleri saptamaktır. Bu amaçla taraflar için birleşme anında geçerli tek

bir tümdeğer aranmıştır.

Ancak gerek işletmenin karmaşık yapısı, gerekse değer kavramının subjektifliği nedeniyle, objektif, gerçek ve birleşme anında taraflarca geçerli tek bir tümdeğerin, olmadığı görülmüştür.

Tek bir tümdeğerin bulunmayışının bir nedeni de birleşme olgusunda işletmelerin (birleşilen ve birleşen) tamamiyle farklı amaçlardan hareket etmelerine bağlanabilmektedir.

Birleşilen, işletmeyi büyüme olgusunda bir sıçrama noktası olarak görmekte, bu nedenle de birleşen işletmenin hedeflerine uygunluğunu araştırmaktadır.

Öte yandan birleşen işletme genellikle sınırlı bir büyüme potansiyeli içindeyken, birleşme ile daha büyük ve dinamik bir yapının içine girmekte ve bu yapıda faaliyetini yeterli bir etkinlik içersinde sürdürme eğilimindedir.

Bu yüzden işletmeler arası birleşmelerde işletmeler, tümdeğerlerini seçilmiş amaçları doğrultularında bağımsız olarak saptamak arzusundadırlar.

Bütün bu açıklamaların ışığı altında, hangi durumda, hangi yöntemin kullanılabileceği tarafların karşılıklı anlaşmaları ile mümkün olacağı ortaya çıkmaktadır.

Bu yöntemlerin yanısıra, çalışmada, kanımızca ülkemiz koşullarına en uygun olabileceği öngörülen, bir yöntem önerisi geliştirilmiştir. Bu yöntem önerisi, genel kabul görmüş yaklaşımların yararlı yönlerini içeren, buna karşı sözü edilen yöntemlerin eleştirilen yönlerini gidermeye çalışan bir karma yöntem, görünümündedir.

Önerilen yöntem, çalışmada, bir uygulama ile de açıklanmaya çalışılmıştır.

İşletmeler arası birleşmelerde fiyatın saptanması ise, ayrı bir olgudur. Olgu, tarafların farklı amaçlarla elde ettikleri tümdeğerler karşısında fiyatın, karşılıklı pazarlık sonrasında saptanabileceği kanısını geçerli kılmaktadır.

Önerilen yöntemin, ülkemiz koşullarında, işletmeler arası birleşmelerde, bu pazarlığa temel oluşturacak tümdeğerin saptanmasına olumlu katkıda bulunacağı ve tümdeğerleme ile ilgililere yardımcı olacağı ümit ve inancındayız.

5- YARARLANILAN KAYNAKLAR

50- KİTAPLAR

- AARONOVITCH, S. - SAWYER, M. C. : Theoretical and Empirical Aspects of Concentration and Mergers in United Kingdom, The MacMillan Press Ltd, Big Business, Bristol, 1975.
- AKGÜÇ, Ö. : Finansal Yönetim, İstanbul, 1979.
- ALTUĞ, O. : Maliyet Muhasebesi İlkeler ve Uygulamalar, İstanbul, 1982.
- ARSLANLI, H. : Anonim Şirketler Anonim Şirketlerin Hesapları, İstanbul, 1961.
- ATAMAN, Ü. : Muhasebede Dönemsonu İşlemleri, İstanbul, 1983.
- : Hisse Senetlerinin Değerlemesi, İstanbul, 1974.
- BATIREL, Ö. F. : Teoride ve Türk Vergi Sisteminde Değerleme, İstanbul, 1974.
- BAYNES, H.T.A. : Share Valuations, William Heineman Ltd, London, 1974.
- BEDFORD, M. N. - PERY, W. K. - WHAYTT, R. A. : Advanced Accounting, New York, 1979.
- BIERMAN, H. - SMIDT, S. : The Capital Budgeting Delision, Collier, McMillan International Editions, New York, 1969.
- BÜKER, S. : Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir, 1976.
- CATLETT, G. R. - OLSON, N. O. : Accounting for Goodwill, AICPA, New York, 1968.

- COLOMBI, F. : Strutture di Bilancio e Analisi Finanziaria, Vol. N. 7, Ordine Dei Dottori Commercialisti di Roma, Civitavecchia, Rieti, Velletri e Viterbo, Roma, 1977.
- COPELAND, R. - CRUMBLEY, D. L. - WOJDAK, J. F. : Advanced Accounting, Holt Rinehart and Wiston, Inc, New York, 1971.
- DURMUŞ, A. H. : Mali Tablolar Tahlili, İstanbul, 1981.
- : Envanterde Değerleme ve Muhasebe İşlemleri, İstanbul, 1975.
- D.P.T. : Muhasebenin Temel Kavramları ve Genel Kabul Görmüş Muhasebe Prensipleri, İstanbul, 1970.
- DİLER - YAĞMURLU - ÇELİKKOL, : Danıştay Dördüncü Dairesi Kararları (1971, 1972, 1973) Ankara, 1974.
- EDEY, H. C. : Business Valuation, Goodwill and the Super Profit Method, der. W.T. Baxter Sidney Davidson; Studies in Accounting Theory, Richard D. Irwing, inc Illinois, 1962.
- ERKURAL, K. : Muhasebe, Prensipler ve Uygulamalar, İstanbul, 1982.
- ERLAÇIN, S. : İşletme Ekonomisi, Cilt II, İzmir, 1964.
- ERİMEZ, R. : Şirketlerde Kâr Dağıtım ve Yedek Akçeler, İstanbul, 1976.
- FLOYD, A. B. : Advanced Accounting, Prentice Hall Inc, New York, 1982.
- GLASCO, P. W. : Valuation of Savings and Loan Associations, umi Research Press, Machingan, 1981.
- GÖNENLİ, A. : İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 1970.

- GÜLÇÜR, F. : İstatistik Metodları, İstanbul, 1979.
- GÜVEMLİ, O. : Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi ve Değerlendirilmesi, İstanbul, 1979.
- HATİPOĞLU, Z. : Yönetim Muhasebesi, 2. Kitap, İstanbul, 1979.
- HAWKINS, C. J. - PEARCE, D. W. : Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, (Çev. Bora Ocakçioğlu), London, 1971.
- HICKS, C. - FULLET, R. C. : The Management of Organizations, New York, 1976.
- HUNT, P. - WILLIAMS, C. H. - DONALDSON, G. : Basic Finance, Richard D. Irwing, inc, Illinois, 1971.
- İSBİR - YAĞMURLU : Gelir, Kurumlar Vergileri ile Amme Alacakları Tahsil Usulü Hakkında Kanunla İlgili Danıştay Kararları, Ankara, 1983.
- KARATAŞ, C. : Social Cost Benefit Analysis and a Comparison of the Little Mirrlees and Unido Approaches to Project Evaluation and Management, Organization of the Islamic Conferance, Ankara, 1983.
- KENNEDY, R. D. - Mc MULLEN, S. Y. : (Çev. A. Gönenli) Finansal Durum Tabloları, İstanbul, 1967.
- KESKİNOĞLU, S. : Genel İşletme Ekonomisi Dersleri, Cilt II, İstanbul, 1967.
- LALİK, Ö. : İşletmelerde Firma Değerinin (şerefiye) Muhasebe Açısından İncelenmesi, Ankara, 1975.
- LYNCIA, H. H. : Financial Performance of Conglomerates, Harward Universty, Boston, 1971.
- LO MARTIRE, G. : Valutazione Dell'Azienda Buffetti Editore, Roma, 1981.

- Mc CARTHY, G. - HEALY, R. : Valuing a Company, The Ronald Press Company, New York, 1971.
- MERİÇ, B. : Ticari ve Mali Bilânçolarda İşletmeye Dahil İktisadi Kıymetlerde Değerleme, İstanbul, 1982.
- MEIGS, B. W. - JOHNSON, E.C. - KELLER, T.F. - MOSICH, A.N. : Intermediate Accounting, Mc Graw - Hill Book Company, New York, 1968.
- MORISSEY, L. : Intangible Cost, der Morton, Baker, Modern Accounting Theory, Prentice Hall, Inc, New Jersey, 1966.
- MOROĞLU, E. : Anonim Ortaklıklarda Esas Sermaye Arttırımı, İstanbul, 1972.
- NADAROĞLU, H. : Mahalli İdareler, İstanbul, 1982.
- OLUÇ, M. : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul, 1978.
- ÖZASLAN, İ. : Muhasebenin Teknik Yapısı, İstanbul, 1980,
- _____ : Muhasebe Sonuçlarının Tahlili ve Rasyolar, İstanbul, 1969.
- ÖZBALCI, Y. : Kurumlar Vergisi Kanunu Açıklamaları, İstanbul, 1982.
- PAKLAR, S. : Kurumlar Vergisi Kanunu Yorum ve Uygulamaları, İstanbul, 1982.
- PATON, A. W. : Valuation of the Business Financial Accounting Theory Issued and Contraversiess der: ZEEF, S.A. - KELLER, T.F. : Mc Grawhill, London, 1965.
- PEKER, A. : Yönetim Muhasebesi, 2. Kitap, İstanbul, 1979.
- PINAR, C. : Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Bileşimi, İzmir, 1970.

- TEKOK, O. : Finansal Yönetim, Finansal Plânlama Yatırım Politikası, Ankara, 1980.
- _____ : Yatırım ve Finanslama Kararlarının Finans Fonksiyonu İçersindeki Gelişimi, Ankara, 1979.
- TOKAY, H. : İşletme İktisadi, Cilt I, Ankara, 1963.
- TEKİNALP, Ü. : Anonim Ortaklığın Bilânçosu ve Yedek Akçeler, İstanbul, 1979.
- SPIEGEL, R. M. ; Theory and Problems of Statistic Mc Graw Hill Shaum's Outline Series, New York, 1972.
- UMAN, N. : Yeniden Değerleme, İstanbul, 1983.
- ÜNALAN, S. - ERGEN, H. : Şirketler Muhasebesi, Ankara, 1978.
- VIEL, J. - BREDT, O. - RENARD, M. : La Valutazione delle Aziende, Etas Libri, Milano, 1979.
- VELSCH, G. A. - ZLATKOVICH, C. T. - WHITE, J. A. : Entermediate Accounting, D. Irwing, Ing, Homewood, Illinois, 1968.
- WESTON, F. J. - BRIGHAM, E. F. : Managerial Finance, Der. Boyle, J. - Limmack, R. - Macmillan Company, 1979, Bristol.
- YOZGAT, O. : Genel İşletme İktisadi, İstanbul, 1975.
- YAZICI, M. : İşletmelerde Maloluşu Hesaplama Yöntemleri, İstanbul, 1977.
- _____ : Bilânço Kuramları ve Çözümlemeleri, İstanbul, 1976.
- YÜKSEL, A. S. : Parabolma ve Yatırım, İstanbul, 1982.
- POROY, R. - TEKİNALP, Ü. - ÇAMOĞLU, E. : Ortaklıklar Hukuku, İstanbul, 1976.

- SAMUELS, J. M. - WILKES, F. M. : Management of Company Finance, Thomas Nelson and Saus Ltd. G.B. 1977.
- SCHARF, A. C. : Acquisition, Mergers, Sales and Takeovers Prentice Hall Inc, London, 1971.
- SMITH, D. R. : Principles and Problems in Consolidation (Çev. Sürmeli, F.) E.İ.T.İ.A., 1972.
- SOLAŞ, Ç. : Finansal Muhasebe I, İstanbul, 1981.
- _____ : Para Değerindeki Değişmelerin Muhasebeye Yansıtılması, İstanbul, 1974.
- ŞENATALAR, F. : Personel Yönetimi ve Beşeri İlişkiler, İstanbul, 1975.
- ŞANVER, S. : İşletme Vergiciliği ve Türk Vergi Sistemi, İstanbul, 1968.
- ZEYTİNOĞLU, E. : Genel Ekonomi, İstanbul, 1976.
- ZEFF, A. - KELLER, F. : Financial Accounting Theory Issues and Controversies Mc Graw - Hill, London, 1965.

51- MAKALELER

- BAKER, K. N. - MILLER, O. T. - RAMSPERGER, B. J. : An Inside Look at Corporate Mergers and Acquisition, M.S.U. Business Topics, Winter, 1980.
- CAN, İ. : Ferdi İşletmelerin Devri Şirketlerin Nevi Değiştirmesi Birleşme ve Devir, Vergi Dünyası, Sayı 4, 1983.
- FRUCHART, D. - MOINECOURR, M. : Les Modelés D'evaluation Par Le Recherche D'une Valeur Intrinseque, 8th Congress, E.F.F.A.S., Paris, 1974.
- HAND, H. J. - LOYD, P. W. : Determining the Value of a Small Business, M.S.U. Business Topics, Summer, 1980.

- HICHENS, A. : Valuing A Company for Acquisition, Investement Analyst, 1967, P. 12.
- IRWING, J. O. : Valuation of a Closely Held Corporation the Journal of Accountancy, August, 1969!
- MURARD, D. G. : Valuation of Companies by Interpretation of Financial Data, 8th Congress E.F.F.A.S., Paris, 1974.
- ÖMER, Y. - GENÇ, O. - İYİBİLİR, A. : Tüccarlar ve Serbest Meslek Erbabının Vergi Rehberi, Ankara, 1983.
- PETRY, G. H. : An Unidentified Corporate Risk Using the Wrong Cost of Funds, Business Topics Autumn, 1975.
- RAPPAPORT, A. : Financial Analysis for Mergers and Acquisitions, Mergers and Acquisitions Journal, Winter, 1976.
- RICHOU, M. : Panorama des Methodes Usuelles D'evaluation des Entreprises, 8th Congresse E.F.F.A.S., Paris, 1974.
- SCHATTINGA, W. : İşletmelerin Satınalınmaları Yönünden Analiz ve Değerleme Yöntemleri, Revue Europeenne D'expertise Comptable Economique et Financiere, U.E.C., Nisan 1969. Düsseldorf, Der. Serdar Küçükberksun, İstanbul, 1973.
- STAPLETON, R. C. : The Acquisition as a Capital Budgeting Problem, Journal of Business, Finance and Accounting, Summer, 1975.
- TOSSELL, S. : Accounting for Mergers a Diagrammatic Approach, Accountancy, April, 1982, V. 93 No. 1064.

- TÜFEKÇİOĞLU, N. : Sermaye Şirketlerine Dönüşümle İlgili Değişiklik Hükümleri ve Uygulamada Karşılaşılan Bazı Sorunlar, Vergi Dünyası, Sayı 8, Nisan 1982.
- UZUN, H. J. : Bireysel İşletmelerin Biçim Değiştirmesi, Vergi Dünyası, Sayı 5, Ocak 1982.
- WYATT, A. R., : A Critical Study of Accounting for Business Combinations, AICPA New York, 1964.
- YASAMAN, H. : Anonim Ortaklıkların Birleşmesinde Sermaye Arttırımı Sorunu, İktisat ve Maliye Dergisi, Ocak 1981.

52- DİĞERLERİ

A.P.B. OPINION No. 16 : November 1970.

BUSSETTI, G. - TABORRI, R. : Dizionario dei Termini Economici Italiani e Stranieri, Editoriale del Corriere Della Sera, Milano, 1983.

BORÇLAR KANUNU

GELİR VERGİSİ KANUNU

IASC : Accounting for Business Combination, London, 1983.

İTALYAN MEDENİ KANUNU

IZ, F. - HONY, H. C. : An English - Turkish Dictionary, Oxford University Press, Amen House, London, 1958.

KURUMLAR VERGİSİ KANUNU

MARIOTTI, S. : Vocabolario Italiano - Francese - Francese - Italiano, Carlo Signorelli Editore, Milano, 1958.

TÜRK TİCARET KANUNU

VERGİ USUL KANUNU

YARKIN, M. : İktisat ve Ticaret Sözlüğü. İngilizce - Fransızca - Türkçe Sözlükler, İstanbul, 1978.

ZINGARELLI, N. : Vocobolario Della Lingua Italiana, Nicola, Zanichelli Editore, Bologna, 1966.

2791 SAYILI KANUN