

**T.C  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**746969**

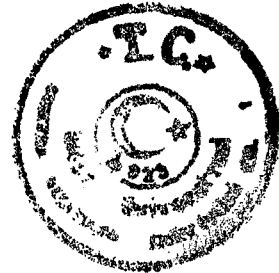
**ULUSLAR ARASI VE TÜRKİYE MUHASEBE  
STANDARTLARINA GÖRE  
İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

**Hazırlayan  
Sibel ÖLMEZ**

**Danışman  
Yrd. Doç. Dr. Fikret OTLU**

**Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönergesi'nin  
İşletme Anabilim Dalı İçin Öngördüğü  
YÜKSEK LİSANS TEZİ Olarak Hazırlanmıştır.**

**MALATYA  
2004**



## SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İşbu çalışma, jürimiz tarafından .....  
Anabilim dalında Yüksek Lisans Tezi Olarak kabul edilmiştir.

Başkan:

(İmza)

Prof. Dr. Recep GÜMÜŞ  
Adı, Soyadı Ünvanı

Üye:

(İmza)

Yrd. Doç. Dr. Ekrem Otlu  
Adı, Soyadı Ünvanı

Üye:

(İmza)

Yrd. Doç. Dr. Levent GÖKDEMİR  
Adı, Soyadı Ünvanı

Onay

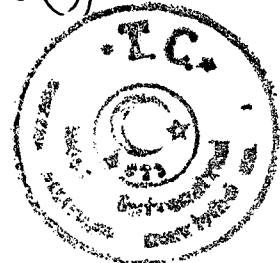
Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

06...104.1200... Prof. Dr. S. Kemal KARTAC

İmza

Adı Soyadı ve Ünvanı  
Enstitü Müdürü

Prof. Dr. S. Kemal KARTAC



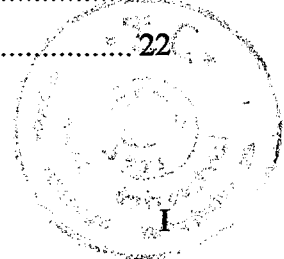
## İÇİNDEKİLER

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| İÇİNDEKİLER .....                  | I    |
| TABLOLAR VE ŞEKİLLER LİSTESİ ..... | VI   |
| KISALTMALAR .....                  | VII  |
| GİRİŞ .....                        | VIII |

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### 1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

|   |    |
|---|----|
| 1.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....                | 1  |
| 1.2. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN TANIMI.....                              | 2  |
| 1.3. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ.....                           | 6  |
| 1.3.1. Ölçek Ekonomileri ve Sinerji Etkisinden Yararlanma.....        | 7  |
| 1.3.1.1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma.....                        | 7  |
| 1.3.1.2. Sinerji Etkisinden Yararlanma.....                           | 9  |
| 1.3.1.2.1. Faaliyet Sinerjisi.....                                    | 10 |
| 1.3.1.2. 2. Finansal Sinerjisi.....                                   | 10 |
| 1.3.2. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajlı Olması.....             | 10 |
| 1.3.3. Finansal Nedenler.....   | 11 |
| 1.3.4. Vergi Avantajı.....  | 12 |
| 1.3.5. Rekabetin Azaltılması.....                                     | 13 |
| 1.3.6. Çeşitlendirme İle Riskin Azaltılması.....                      | 14 |
| 1.3.7. Psikolojik Etkiler.....  | 15 |
| 1.4. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN YÖNLERİ.....                             | 16 |
| 1.4.1. Yatay Birleşme(Horizantal Merger).....                         | 16 |
| 1.4.2. Dikey Birleşme(Vertical Merger).....                           | 17 |
| 1.4.3. Dairesel Birleşmeler(Congeneric Merger).....                   | 18 |
| 1.4.4. Çok Yönlü Dağılımlar İle Birleşmeler(Conglomerate Merger)..... | 18 |
| 1.5. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....                   | 18 |
| 1.5.1. Türkiye Dışındaki Ülkelerdeki İşletme Birleşmeleri.....        | 18 |
| 1.5.2. Türkiye'deki İşletme Birleşmeleri.....                         | 18 |

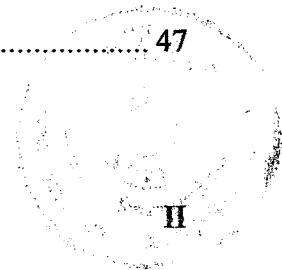


|  |    |
|--|----|
| <b>1.6. TÜRK HUKUKUNDA İŞLETME BİRLEŞMELERİ İLE İLGİLİ</b>   |    |
| <b>DÜZENLEMELER</b> .....                                    | 28 |
| 1.6.1. Türk Ticaret Kanunu( T.T.K.).....                     | 28 |
| 1.6.1.1. Uygulanacak Hükümler.....                           | 28 |
| 1.6.1.2. Birleşme Kavramı ve Birleşme Şekilleri.....         | 29 |
| 1.6.1.3. Birleşme ve Devralmanın Unsurları.....              | 30 |
| 1.6.1.3.1. Birleşme Sözleşmesi.....                          | 31 |
| 1.6.1.3.2. Malvarlıklarının Birleşmesi.....                  | 31 |
| 1.6.1.3.3. Tasfiyesiz İnfisah.....                           | 32 |
| 1.6.1.3.4. Pay Sahipliğinin Devamı.....                      | 32 |
| 1.6.2. Vergi Kanunları.....                                  | 33 |
| 1.6.2.1. Kurumlar Vergisi Kanunu ( K.V.K.).....              | 33 |
| 1.6.2.1.1. Vergisiz Birleşmeler.....                         | 34 |
| 1.6.2.1.2. Vergili Birleşmeler.....                          | 35 |
| 1.6.2.1.3. Birleşmenin Birleşmeye Katılan Kurumlar Açısından |    |
| Vergisel Sonuçları.....                                      | 36 |
| 1.6.2.1.3.1. Birleşen Kurum Açısından.....                   | 36 |
| 1.6.2.1.3.2. Birleşilen Kurum Açısından.....                 | 37 |
| 1.6.3. Gelir Vergisi Kanunu ( G.V.K.).....                   | 38 |
| 1.6.4. Katma Değer Vergisi Kanunu ( K.D.V.K.).....           | 39 |
| 1.6.5. Bankalar Kanunu.....                                  | 40 |
| 1.6.6. Rekabetin Korunması Hakkında Kanunu ( R.K.H.K.).....  | 41 |
| 1.6.6.1. Kanunun Amacı ve Kapsamı.....                       | 41 |
| 1.6.2.2. Birleşme ve Devralmalar.....                        | 42 |

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **2. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL AÇIDAN İNCELENMESİ VE BİRLEŞMENİN SONUÇLARI**

|   |    |
|---|----|
| 2.1. BİRLEŞMEYE ADAY İŞLETMENİN FİNANSAL ANALİZİ.....             | 45 |
| 2.1.1. İşletme Değerini Etkileyen Faktörler.....                  | 45 |
| 2.1.2. Şirket Değerinin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler..... | 47 |



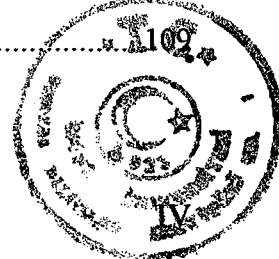
|  |    |
|--|----|
| 2.1.2.1. Defter Değeri ( Bilanço Değeri).....  | 48 |
| 2.1.2.2. Yeniden Yapma Değeri .....  | 49 |
| 2.1.2.3. Tasfiye Değeri .....  | 50 |
| 2.1.2.4. Net Aktif Değer .....   | 50 |
| 2.1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri .....   | 51 |
| 2.1.2.6. Pazar Değeri .....  | 53 |
| 2.1.2.7. Emsal Değeri .....  | 55 |
| 2.1.2.8. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi .....  | 55 |
| 2.1.2.8.1.Nakit Akışlarının Belirlenmesi .....   | 56 |
| 2.1.2.8.2.Nakit Akışları Tahmin Süresi .....   | 57 |
| 2.1.2.8.3. İskonto Oranının Belirlenmesi .....   | 58 |
| 2.1.2.8.4. Nakit Akımlarından Firma Değerinin Hesaplanması .....                                       | 59 |
| 2.1.2.9. Fiyat/ Kazanç Oranı .....   | 60 |
| 2.1.2.10. Piyasa Değeri/Defter Değeri .....  | 61 |
| 2.1.2.11. Ekonomik Değer (EVA) / Pazar Değeri (MVA).....   | 62 |
| 2.1.3. Birleşmenin Finansal Açından İncelenmesi .....  | 63 |
| 2.1.3.1. Birleşme Oranının ve Değiştirme Oranının Tespiti .....  | 63 |
| 2.1.3.1.1. Devralma Yoluyla Birleşme .....   | 63 |
| 2.1.3.1.2. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Yapılan Birleşme .....                                      | 64 |
| 2.1.3.1.3. Devralma Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye ve Sermaye Artırım Tutarı ..... | 64 |
| 2.1.3.1.4. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye Tutarı .....     | 65 |
| 2.1.3.1.5. Birleşme Oranının ve Değiştirme Oranının Hesaplanmasında Uygulanabilecek Yöntemler .....    | 65 |
| 2.1.3.1.6. Devralma Yoluyla Birleşmeyle İlgili Sayısal Bir Örnek .....                                 | 67 |
| 2.1.3.2. Birleşmenin Finansmanı .....  | 72 |
| 2.1.3.2.1. Nakit İle Finansman .....   | 72 |
| 2.1.3.2.1.1. Nakit Ödemelerde Kullanılacak Kaynaklar .....   | 73 |
| 2.1.3.2.1.1.1. İşletme İçi Kaynaklar .....   | 73 |
| 2.1.3.2.1.1.2. Yabancı Kaynaklarla Finansman.....  | 74 |

|  |    |
|--|----|
| 2.1.3.2.1.1.3. Sermaye Artırımına (Otofinans) Dayalı Özkaynaktan Finansman ..... | 74 |
| 2.1.3.2.1.2. Nakit İle Finansmanın Maliyeti .....                                | 75 |
| 2.1.3.2.2. Hisse Senedi İle Finansman.....                                       | 76 |
| 2.1.3.2.2.1. Hisse Senedi İle Finansmanın Maliyeti .....                         | 77 |
| 2.2. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN SONUÇLARI .....                                     | 79 |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN MUHASEBESİ VE ŞEREFİYE

|  |     |
|--|-----|
| 3.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ VE ŞEREFİYE İLE İLGİLİ MUHASEBE STANDARTLARI.....  | 83  |
| 3.2. ŞEREFİYE KAVRAMI .....  | 84  |
| 3.2.1. Şerefiyenin Muhasebe Standartlarındaki Yeri ve Tanımı .....   | 84  |
| 3.2.2. Şerefiyeyi Diğer Varlıklardan Farklı Kılan Özellikleri ve Unsurları .....   | 85  |
| 3.2.3. Şerefiyenin Ortaya Çıkma Biçimi .....   | 89  |
| 3.2.3.1. Birleşme Sonucu Oluşan Şerefiye .....   | 89  |
| 3.2.3.1.1. Çıkarların Birleşmesi .....   | 90  |
| 3.2.3.1.2. Satın Alma Yöntemi .....  | 91  |
| 3.2.3.1.2.1. Tanımlanabilir Varlık ve Borçların Makul Değerlerinin Belirlenmesi .....  | 94  |
| 3.2.3.1.2.2. Menfaatlerin Birleşmesi ve Satın Alma Yöntemlerinin Bilanço Ve Gelir Tablosu Üzerindeki Etkilerinin Karşılaştırılması ..... | 96  |
| 3.2.3.2. İşletme İçinde Oluşan Şerefiye .....  | 99  |
| 3.3. ŞEREFİYENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ .....  | 98  |
| 3.3.1. Şerefiyenin Amortisman Yöntemleri .....   | 99  |
| 3.3.1.1. Şerefiyeyi Öz Kaynaklardan Düşmek .....   | 99  |
| 3.3.1.2. Şerefiyeyi Faydalı Ömrü Boyunca Amorti Etmek .....  | 100 |
| 3.3.1.3. Değerinde Düşme Olmadıkça Şerefiyeyi Süresiz Olarak Bırakmak .....  | 100 |
| 3.3.2. Şerefiyenin Amortisman Yöntemlerinin FASB, IASB ve Türkiye'deki Uygulamaları .....  | 101 |
| 3.3.3. Şerefiye Değerinin Hesaplanması .....   |     |



|   |     |
|---|-----|
| 3.3.3.1. Beklenen Dönemsel Kârların Tahmini .....                   | 111 |
| 3.3.3.2. Normal Dönemsel Kârların Tahmini .....                     | 112 |
| 3.3.3.3. Beklenen Yıllık Kâr Fazlasının Hesaplanması .....          | 113 |
| 3.3.3.3.1. Toplam Fazla Kârların Tahmini .....                      | 113 |
| 3.4. ŞEREFİYE TÜRLERİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ .....                 | 115 |
| 3.4.1. Pozitif Şerefiye .....                                       | 116 |
| 3.4.2. Negatif Şerefiye .....                                       | 118 |
| 3.4.3. Şerefiyenin Değerinde Ortaya Çıkan Azalma ( Impairment)..... | 121 |
| SONUÇ.....  | 125 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR.....   | 128 |



## TABLULAR LİSTESİ

|                 |  |            |
|-----------------|--|------------|
| <b>Tablo 1</b>  | <b>: Rekabet Kurulu'na Başvurulan ve Sonuçlandırılan "Birleşme ve Devralmalar"</b>           | <b>23</b>  |
| <b>Tablo 2</b>  | <b>: 2002 yılında Türkiye'deki İlk 10 Birleşme</b>   | <b>26</b>  |
| <b>Tablo 3</b>  | <b>: Serbest Net Nakit Akışları</b>  | <b>57</b>  |
| <b>Tablo 4</b>  | <b>: Devralan (A) Ortaklığı Birleşme Bilançosu</b>   | <b>68</b>  |
| <b>Tablo 5</b>  | <b>: Devrolan (B) Ortaklığı Birleşme Bilançosu</b>   | <b>68</b>  |
| <b>Tablo 6</b>  | <b>: Her bir Ortaklığın İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynağı ve Sermayesi</b>                | <b>69</b>  |
| <b>Tablo 7</b>  | <b>: Hisse Senedi İle Finansmanın Maliyeti</b>   | <b>78</b>  |
| <b>Tablo 8</b>  | <b>: Şerefiyenin Amortismanı</b>   | <b>103</b> |
| <b>Tablo 9</b>  | <b>: Bazı Muhasebe Standartlarında Şerefiyenin Amortisman Süreleri</b>                       | <b>108</b> |
| <b>Tablo 10</b> | <b>: B İşletmesinin 31.12.2000 Tarihli Bilançosu</b>   | <b>111</b> |
| <b>Tablo 11</b> | <b>: Y İşletmesinin 31 Aralık 2000 Tarihli Bilançosunun Defter Değeri Ve Makul Değeri</b>    | <b>117</b> |
| <b>Tablo 12</b> | <b>: X İşletmesinin 31.12.2001 ve 31.12.2002 tarihli Bilançosu (Şerefiye tutarı aynı).</b>   | <b>122</b> |
| <b>Tablo 13</b> | <b>: X İşletmesinin 31.12.2001 ve 31.12.2002 tarihli Bilançosu (Şerefiye tutarı farklı).</b> | <b>123</b> |





## KISALTMALAR

|          |   |  |
|----------|---|--|
| AOSM     | → | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti  |
| B&A      | → | Birleşme ve Satın Alma   |
| B.D.D.K. | → | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu   |
| FASB     | → | Financial Accounting Standart Boards<br>(Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu) |
| FDI      | → | Foreing Direct Investments<br>(Doğrudan Yabancı Yatırım)                                 |
| G.V.K.   | → | Gelir Vergisi Kanunu   |
| IAS      | → | International Accounting Standards<br>(Uluslar arası Muhasebe Standartları)              |
| İNA      | → | İndirgenmiş Nakit Akışları   |
| K.D.V.K. | → | Katma Değer Vergisi Kanunu   |
| K.V.K.   | → | Kurumlar Vergisi Kanunu  |
| M&A      | → | Merger And Aquisition<br>(Birleşme ve Satın alma)  |
| NBD      | → | Net Bugünkü Değer  |
| R.K.H.K. | → | Rekabetin Korunması Hakkında Kanun   |
| S.P.K.   | → | Sermaye Piyasası Kurulu  |
| T.T.K.   | → | Türk Ticaret Kanunu  |
| V.U.K.   | → | Vergi Usul Kanunu  |



## GİRİŞ

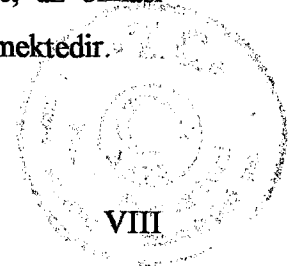
İşletme birleşmeleri ya da devralmaları, işletmelerin büyüme ve genişleme yollarından biridir. İşletmeler için, birleşme faaliyetleri; ülke ekonomilerinin dışa açılmaları, rekabetin artması ve teknolojinin hızla gelişmesi gibi nedenlerle, gerek kendi ulusal pazarlarında gerekse uluslar arası pazarlarda başarılı olabilmeleri adına, özellikle yirminci yüzyılın başlarından itibaren giderek önem kazanan stratejik bir karar haline gelmiştir.

Birleşme; iki ya da daha fazla işletmenin varlıklarını ve borçlarını birleştirerek tek bir işletme halinde faaliyetlerini sürdürmeleridir. Birleşmede, bir işletmenin tüzel kişiliği devam ederken, diğer işletmenin tüzel kişiliği sona erdirilebilir; ya da her iki işletmenin de tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilikte faaliyet gösterilebilir. Bazen hedef firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin önemli bir bölümünün, nakit ya da hisse senedi karşılığında satın alınması şeklinde birleşme olur ki, buna da satın alma yoluyla birleşme denilmektedir.

Birleşmeler, işletmelere bazı avantajlar sağlar. Bu avantajların başlıcaları, ölçek ekonomilerinden faydalanma, rekabette sağlanan yararlar, çeşitlendirme ile riskin azaltılması, vergi avantajları, verimsizliğin azaltılması ve sinerji etkisi olarak belirtilebilir. Ancak, birleşmeyi motive eden en önemli faktör, birleşmenin sonucunda işletme değerinin artması beklentisidir.

Birleşme analizlerinin en önemli noktasını, işletme değerinin belirlenmesi oluşturur. Burada ortaya çıkan zorluk ise, işletme değerinin belirlenmesinde her zaman geçerli bir yöntemin olmamasıdır.

İşletme birleşmelerinin yaklaşık yüzde yetmiş başarıyla sonuçlanmaktadır ve yapılan araştırmalarda da bunun temel nedeninin, birleşilen ya da devralınan işletmeye gereğinden fazla ödeme yapılması olduğu ortaya çıkmıştır. Bir işletme devralırken, alınan hedef işletme, yapabileceği en kârlı anlaşmayı yapmaya çalışır. Satın alma yoluyla yapılan işletme birleşmelerinde, satın alınan işletmenin rayiç bedeli üzerinden hesaplanan net varlıkları ile satın alan işletmenin ödediği bedel arasında fark olmaktadır. Bu fark, satın alma bedelinin rayiç bedelle hesaplanan net varlıklarından büyük olması durumunda pozitif şerefiye, az olması durumunda ise negatif şerefiye olarak adlandırılmakta ve muhasebeleştirilmektedir.



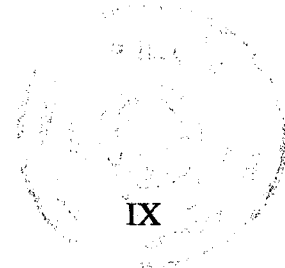
Şerefiyenin ortaya çıkmasındaki başlıca unsurların, satın alınan işletmenin sahip olduğu yüksek pazar payı, müşteri bağımlılığı, iş bağlantıları gibi unsurlardan oluştuğu ileri sürülmektedir. Görüldüğü gibi bu unsurlar, subjektif olup, diğer varlıklar gibi işletmeden ayrı olarak alınıp satılması veya değiştirilmesi mümkün olmadığı için muhasebeleştirilmesi özellik göstermektedir.

Bu çalışmanın amacı; günümüzde, işletme birleşmelerinin giderek artması sonucunda, işletme değerinin tespiti ve birleşme işleminin sonucunda ortaya çıkan şerefiyenin hesaplanması ve muhasebeleştirilmesinin nasıl yapılabileceğidir. Bu amaçlar doğrultusunda çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, birleşmenin tanımı, şekilleri, nedenleri, tarihsel gelişimi ve Türkiye'deki yasal çerçevesi incelenmiştir.

İkinci bölümde, işletme değerini etkileyen faktörler ve işletme birleşmelerinde en çok kullanılan değerlendirme yöntemleri açıklanarak, işletme birleşmeleri finansal açıdan incelenmiş ve örnekler yardımıyla birleşme oranı ve değiştirme oranı açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bölümün sonunda, işletme birleşmelerinin sonuçlarına değinilmiştir.

Çalışmamızın son bölümünü oluşturan, işletme birleşmelerinin muhasebesi ve şerefiye, belki de yıllardır ,en çok tartışılan ve değişikliğe uğrayan konuların başında gelmektedir. Bu konularla ilgili olarak, hemen hemen her ülkede çalışmalar yapılmış ve muhasebe standartları oluşturulmuştur. Bu çalışmada, işletme birleşmelerinin muhasebeleştirilmesinden ziyade birleşmenin sonucunda ortaya çıkan şerefiye ile ilgili olarak, Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu olan FASB'ın ve Avrupa Birliği Uluslar arası Muhasebe Standartları Kurulu IASB'nin konuyla ilgili standartları açıklanmaya çalışılmış ve ülkemizdeki muhasebe standartlarına göre uygulamasının nasıl olduğu anlatılmıştır.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1.İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

#### 1.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

İşletme birleşmeleri ve devralmaları, dünyadaki kullanımıyla “Mergers and Acquisitions” ya da M&A’lar, 1980 ve 1990’lı yıllarda bütün dünyada önem kazanmış ve 2000 yılında 3,5 trilyon dolarlık işlem hacmine ulaşmıştır. Globalleşme, durgunluk, ölçek ekonomisinden yararlanma ihtiyacı, önemli teknolojik yatırımların gerekliliği firmaları rekabette var olmak için büyümeye zorlamakta ve firmaları birleşme ve satın alma stratejilerine yöneltmektedir. Birleşmelerin sonuçlarına bakıldığında ise birleşme işlemlerinin %70’inin halen başarısız olduğu görülmektedir; diğer bir ifadeyle birleşme işlemlerinden beklenen değer artışı sağlanamamaktadır.<sup>1</sup>

İşletme birleşmelerini ifade etmek için; combination, merger, acquisition ve consolidation sözcükleri eş anlamlı kullanılmaktadır. Bir kısım yazarlar, yaklaşık aynı büyüklükteki işletmelerin birleşmelerini ifade etmede acquisition (satın alma-devralma) kavramını kullanmışlardır. Birleşen işletmelerin kişiliklerinin ortadan kaldırılıp yeni bir işletmenin ortaya çıkması şeklinde olan birleşmeleri ifade etmede ise consolidation (konsolidasyon) kavramı kullanılmıştır.

Bir çok Avrupa ülkesindeki yasal düzenlemelerde, işletme birleşmeleri için “füzyon” terimi kullanılmaktadır. Anglo-Sakson yasal düzenlemelerinde “merger”, Amerikan hukukunda ise “consolidation” terimi kullanılmaktadır. Bazı yazarlar, birleşme için genel ve toplayıcı bir kavram olarak füzyon terimini kullanmışlardır; bazıları ise merger veya birleşme terimini tercih etmektedirler.<sup>2</sup>

İşletme birleşmeleri sonucunda firmalar daha önce girilmemiş yeni pazarlara girerken, mevcut ürün ve hizmetlerine yenilerini eklemektedir. Birleşme sonrası elde edilen büyük ölçekli yapı, maliyetleri azaltırken pazar payını ve gücünü

<sup>1</sup> GÖKBEL ALTINIRMAK Serpil, “Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.214

<sup>2</sup> AKAY Hüseyin, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s.14

arttırmaktadır. Yeni bir pazara girmenin en hızlı yolu ise var olan bir şirketin satın alınması ile gerçekleşmektedir.

Küreselleşen iş dünyasında giderek büyüyen şirketler her geçen gün daha fazla finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Bu noktada, işletme birleşmeleri finansal zorlukları ortadan kaldırmak için seçilebilecek en etkin çözüm olarak tercih edilmektedir.

Finansal açıdan önemli getirileri olan işletme birleşmelerinin ardından yaşanan en sık sorun ise yine finansal boyutta ortaya çıkmaktadır. Karşılaşılabilecek finansal sorunlarla baş edebilmenin en önemli yolu ise anlaşma öncesi sağlıklı bir firma değerlemesi yapılması gerekliliğidir.<sup>3</sup>

Yapılan araştırmalarda, işletme birleşmelerindeki başarısızlığın temel nedeninin, birleşilen ya da satın alınan işletmelere fazla ödeme yapılmasından kaynaklandığı ortaya çıkmıştır.<sup>4</sup> Sağlıklı bir firma değerlemesi yapılması durumunda işletme birleşmelerindeki yaklaşık %70 olarak tespit edilen başarısızlık oranının azalması mümkün olacaktır.

## 1.2. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN TANIMI

Dünyada M&A olarak bilinen işletme birleşmelerindeki Merger (M) ve Acquisition (A) terimlerinin tanımları şöyledir.

Merger veya birleşme, en dar anlamıyla, birden çok şirketin güçlerini ve varlıklarını yeni bir şirket kurarak bir araya getirmeleri olarak açıklanmaktadır.

Birleşme (merger), Oxford Dictionary of Business'da şöyle tanımlanmıştır;

“Birleşme, iki ya da daha fazla teşebbüsün, yeni bir varlıkla sonuçlanan bir oluşumla, eşit bir şekilde kombinasyonudur. Birleşen teşebbüslerin ortakları yeni oluşumun risklerini ve ödülleri eşit şekilde üstlenirler ve teşebbüslerden hiçbiri diğerine üstünlük elde etmez, diğerinin kontrolünü elinde tutmaz. Bu durumda birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri sona ermekte, ortaya yeni bir şirket ve yeni bir tüzel kişilik çıkmaktadır.”

<sup>3</sup> <http://www.insankaynaklari.com>.

<sup>4</sup> AYDIN Nurhan, “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.194

Birleşme ve satın almalar olarak genel bir ifadeyle adlandırılmalarına rağmen, dünya üzerindeki birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ancak %3'ü birleşme kategorisine girmektedir. ABD'nin, "Birleşme ve Satın Alma"larla ilgili Finansal Raporlama Standardına göre bir oluşumun birleşme sayılabilmesi için aşağıdaki dört kriteri yerine getirmesi gerektiğini belirtmektedir;

- Taraflardan hiçbiri alıcı ya da alınan değildir.
- Bir araya gelen taraflardan her biri yeni oluşumun yönetim yapısına katılırlar.
- Bir araya gelen taraflar ölçek bağlamında göreceli olarak eşittirler.
- Birleşen şirketlerin hisselerinin yerini yeni şirketin hisseleri alır; dolayısıyla yeni şirkete ortak olabilmek için o şirketin senetlerine sahip olmak gerekmektedir.

Satın alma (acquisition) ise, herhangi bir işletmenin ya da kişinin diğer bir işletmenin malvarlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesidir.

Satın alma; bir işletmenin, başka bir işletmenin tamamını ya da bir kısmını almasıdır. Satın almalarda iki taraf bulunmaktadır ve bunlar; "Alıcı Şirket (Acquirer, Buyer)" ve "Hedef Şirket" ya da "Alınan Şirket (Acquiree, Target Company)". Alıcı şirket, hedef şirketi alan taraftır; bu şirketi tüm aktifleri ve pasifleri ile alır ve şirket kontrolünü de elinde bulundurur.

Birleşme ve satın alma faaliyetleri genellikle birleşme olarak tek bir terimle ifade ediliyor olsa da aşağıdaki nedenlerden dolayı, birbirinden farklı işlemlerdir.

- Birleşmeler yeni bir şirketin doğmasına neden olurken, satın almalarda ortaya çıkan yeni bir şirket yoktur.
- Birleşmelerde alıcı ya da alınan taraf yoktur; birleşen taraflar vardır.
- Birleşmelerde, kurulan yeni şirket birleşen iki tarafın ortak yönetimine tabidir.
- Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin %97'sini satın almalar oluşturur.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> ARSLAN H. Bader, "Şirket evliliklerinde başarısızlığın temel nedenleri", *Activefinans*, Temmuz-Ağustos 2001,s.5

Yukarıda ayrıntılarıyla anlatılan işletme birleşmelerinin genel bir tanımını yapmak istediğimizde, “birleşme; iki ya da daha fazla işletmenin varlıklarını ve borçlarını birleştirerek tek bir işletme halinde faaliyetlerini sürdürmeleridir” diyebiliriz. Birleşmede, bir işletmenin tüzel kişiliği devam ederken, diğer işletmenin tüzel kişiliği sona erdirilebilir; ya da her iki işletmenin de tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilikte faaliyet gösterilebilir. Sonuçta, birleşmede en az bir işletmenin tüzel kişiliği sona erdirilmektedir. Bazen hedef firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin önemli bir bölümünün, nakit ya da hisse senedi karşılığında satın alınması şeklinde birleşme olur ki, buna “satın alma” denilmektedir.<sup>6</sup>

İşletme birleşmelerinin en belirgin ve en önemli özelliği, malvarlıklarının birleşmesi ve bu birleşme sonucunda devreden ya da yeni kurulan ortaklığın pay sahiplerine, değiştirme birimine göre, devralan ya da yeni kurulan ortaklığın pay senetlerinin verilmesidir.

T.T.K.’nın 147.maddesine göre, birleşmeyi gerçekleştiren şirketlerin aynı türden olması gerekmektedir. Birleşme, ancak aynı türden olan şirketler arasında olabilir. Birleşme açısından, kolektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş şirketler aynı türden sayılırlar.<sup>7</sup>

İşletme birleşmelerini, “iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleri” olarak da tanımlamak mümkündür. İşletme birleşmeleri, işletmenin dışsal büyüme yöntemlerindedir. O halde işletme birleşmeleri kavramı ile büyüme kavramı birbirleriyle ilişkili olan kavramlardır.<sup>8</sup>

İşletmelerde büyüklüğün ölçüsü olarak bir çok gösterge (biri veya birkaçı bir arada) kullanılabilir. Bunlar;

- Toplam varlıkların defter değeri
- Piyasadaki firma değeri
- Toplam satış değeri
- Toplam çalışan sayısı
- Örgütsel karmaşıklık derecesi
- Yatırım ve üretim hacmi

<sup>6</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.194

<sup>7</sup> CEYLAN Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 6.Baskı, Ekin Kitabevi, 2000, s.287

<sup>8</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.13



- Diğer ölçütler.

Büyüme, bu değişkenlerin bir zaman aralığında ( $t_2 - t_1$  aralığında) gösterdiği artma yönündeki değişme olarak tanımlanabilir.<sup>9</sup> Bir işletme ya içsel ya da dışsal yollarla büyüyebilir. İşletmelerin faaliyetleri sonucunda yarattıkları ya da dışarıdan temin ettikleri kaynakları yeni yatırım alanlarına yatırmaları ile gerçekleştirdikleri büyüme içsel büyümedir. Bunun yanında işletmelerin, bir ya da birden fazla işletmenin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek büyümeleri dışsal büyüme olarak adlandırılır.

İçsel büyümeler gibi dışsal büyümelerde de amaç, işletme sahip veya sahiplerinin servetini, başka bir ifadeyle işletmenin piyasa değerini maksimize etmektedir.<sup>10</sup>

Tüm bu tanımlardan, işletme birleşmelerinin dört değişik şekilde ortaya çıkabildiği görülmektedir. Bunlar;

- İki ayrı işletme birleşerek, yeni bir işletme oluşturabilir. Bu birleşme türünde iki işletme de tüzel kişiliklerini kaybederler ve yeni bir tüzel kişilik ortaya çıkar.

- Bir işletme diğer işletmenin hisselerini satın alır. Bu birleşme şeklinde her iki işletmenin de tüzel kişilikleri devam eder.

- Bir işletme, diğer işletmenin tamamını satın alır. Bu durumda satın alınan işletmenin tüzel kişiliği sonra erer.

- İşletmeler hisse senedi değişimine başvururlar. Bu durumda da işletmeler birbirlerine ortak olurlar.<sup>11</sup>

Birleşme ve satın almalarda alıcı ve hedef firmaların farklı ülkelerden olması halinde, yapılan işleme, sınır ötesi şirket evliliği (cross border M&A) adı verilmektedir. Sınır ötesi şirket evliliklerinde genellikle amaç yeni bir pazara girişte marka, pazar payı, üretim kapasitesi, müşteri tabanı, organizasyonel yapı gibi unsurları daha kısa sürede ve daha uygun maliyetlerle elde etmektir.<sup>12</sup>

<sup>9</sup> BAŞ İ.Melih, “Şirket Büyümlerine Finansal Bir Bakış:Özellikle Birleşmeler”, **Verimlilik Dergisi**, Ocak 1990,s.46-47

<sup>10</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.13

<sup>11</sup> KARAPINAR Aydın, “Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Ocak 2003, s.84.

<sup>12</sup> MUSTAFAOĞLU Zafer, ÇARMIKLI Ceyda; “Türkiye’de Finansal ve Stratejik Ortaklıklar”, **VI.Türkiye Finans Eğitim Sempozyumu**, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi , 11-14 Ekim 2002, s. 41



### 1.3. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

Tabiat, emek, sermaye, teknoloji gibi üretim faktörleri bütün dünya ülkelerine homojen şekilde yayılmamıştır. Üretim faktörlerinin homojen şekilde yayılmamış olması, işletmelerin bu faktörleri belirli bir ülke sınırları içinde etkin şekilde kullanmalarını engellemektedir. İşletmeler gerek ülke sınırları içindeki gerekse ülke sınırları dışındaki üretim faktörlerini daha etkin ve verimli bir şekilde kullanabilmek için birleşme ve devralma stratejileri uygulamak zorunda kalmışlardır.<sup>13</sup>

Şirketleri birleşmeye sevk eden nedenlerin başında büyüme güdüsü yatmaktadır. Birleşme ve satın almalar da uzun yıllardır artan bir trendle büyümenin en etkili yolu olarak kabul edilmektedir. Her yıl dünya üzerinde binlerce birleşme ve satın alma gerçekleşmektedir. Birleşen iki şirket ölçek ekonomilerinden yararlanarak maliyetlerinde kısıntıya gitmek ve dolayısıyla kârlarını artırmak istemektedirler. Bunun yanında, büyümek zorunda olan işletmelerin, neden birleşme yolunu seçtikleri konusunda literatürde pek çok neden sayılmaktadır. Bu nedenlerin sayısı ve önem dereceleri de, ülkelerin sosyo-ekonomik koşullarına, işletmenin özelliklerine, içinde yer alınan toplumun özelliklerine ve zamana göre çeşitlilik gösterir.

Politik, yasal ve ekonomik şartların yanı sıra yeni endüstrilerin küresel düzeyde yeniden yapılanmaları da bu yükselişin nedenleri arasında ilk sırada yer almaktadır. Son yıllarda birleşen şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörler baktığımızda da bunların başında finans, bilişim, elektronik ve kimya sektörleri gelmektedir.<sup>14</sup>

Birleşme, firmalar açısından bir büyüme aracı olduğundan firmaları büyümeye iten etmenler, birleşme için de geçerlidir. Birleşmede temel neden büyüme olmakla birlikte, büyüme gerçekleştirilirken başka amaçlara da ulaşılmaktadır. Birleşme sonucunda ulaşılan ekonomik güç, birleşen firmaların ekonomik varlıklarının tek tek toplamından daha yüksektir. Eğer birleşmiş işletmelerin değeri, tek tek firmaların toplam değerinin üzerinde ise iki veya daha

<sup>13</sup> AŞIKOĞLU Rıza, *Yatırım ve Proje Değerlemesi*, Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:27, 1998,s.377

<sup>14</sup> ARSLAN H. Bader, *a.g.m.*, Temmuz-Ağustos 2001,s.7

fazla firmayı birleştirmek için bu durum teşvik edici bir unsurdur. Katma değer yaratma isteği de, işletme birleşmelerini teşvik eder.

Finansal açıdan bakıldığında şirketlerin birleşmeleri ve diğer yöntemlerle yeniden yapılanmalarında iki ana amaç söz konusudur.

1. Pay sahiplerinin elindeki pay senetlerinin piyasa değerini yükseltmek,
2. Mevcut yönetim kademesinin refah düzeyini yükseltmek.

Bu genel açıklamalardan sonra işletmeleri birleşmeye yönelten nedenlerin başlıcaları şunlardır:

1. Ölçek Ekonomileri ve Sinerji Etkisinden Yararlanma,
2. Birleşmenin İ Büyümeye Göre Avantajlarının Olması,
3. Finansal Nedenler,
4. Vergi Avantajı
5. Rekabetin Azaltılması,
6. Çeşitlendirme İle Riskin Dağıtılması
7. Psikolojik Nedenler.<sup>15</sup>

Yukarıda sayılan nedenler aşağıda ayrıntılarıyla incelenmiştir.

### **1.3.1. Ölçek Ekonomileri ve Sinerji Etkisinden Yararlanma**

#### **1.3.1.1.lek Ekonomilerinden Yararlanma**

şirketlerin, işletme büyüklüğü veya üretim ölçeğindeki artış nedenleriyle kendi içinde sağladığı olumlu etkilere “ölçek ekonomileri” (economies of scale) denir.<sup>16</sup> Ölçek ekonomileri, bütün girdilerin (üretim faktörlerinin) eşit orandaki değişimleri sonucunda, çıktı (ürün) düzeyinde meydana gelen değişikliklerin şeklini gösterir.<sup>17</sup>

Ölçek ekonomileri, genellikle şu etmenlerden doğar:

- Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin daha etkin şekilde yürütülmesi,
- Yetenekli yönetici ve personel alıştırma olanaklarının arttırılması,

<sup>15</sup> <http://www.tspakb.org.tr>.

<sup>16</sup> ARSLAN H. Bader, a.g.m., Temmuz-Ağustos 2001,s.3

<sup>17</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.15

- Büyük ölçekte üretimde bulunmanın maliyetler üzerindeki olumlu etkisi,
- Riskin azaltılması,
- Firmanın değerlendirilmesinde piyasa kapitalizasyon oranının düşmesi.

Ölçek ekonomilerinden yararlanma, diğer koşullar aynı kalmak üzere firma kârının artmasına yol açar.<sup>18</sup>

Birleşme ve devralma sonucu gerçekleşen ölçek ekonomileri, diğer bir ifadeyle büyük ölçekte bulunmanın sağlayacağı yararlar, özet olarak şöyle sıralanabilir:

- Birleşme ve devralma sonucunda ortaya çıkan ölçek ekonomileri, üretim ve satış aşamalarında oluşan sabit maliyetlerdeki tekrarları ortadan kaldırır ve işletmelerin etkinliğini artırır.

- Birleşme ve devralma sonucu sağlanan büyüme işletmelerin, pazardaki rekabet gücünün ve ağırlığının artmasını sağlar. Artan rekabet gücü de, pazarlama fonksiyonunun daha etkin biçimde yürütülmesine, yeni pazarlara girilebilmesine ve izlenecek fiyat politikası ile potansiyel rakiplerin o pazara girmelerinin önlenmesine olanak sağlar.

- İşletmeler, büyümenin bir sonucu olarak, bazı girdilerini daha ucuza temin etme olanağını elde ederler. Alımlar büyüdükçe miktar iskontosunun artması, büyük parti mal alışlarında taşıma giderlerinde sağlanan tasarruflar, daha ucuz girdi teminine örnek olarak gösterilebilir.

- Birleşme ve devralmalar, teknik bilgi akışı sağladığı gibi, büyük çaplı Ar-Ge (Araştırma Geliştirme) projelerinin uygulanmasına da olanak verir.

Birleşme ve devralmalar, örgütlenmede de önemli tasarruflar sağlar. İşletmelerde aynı fonksiyonları yerine getiren servislerin birleştirilmesi sonucunda, hizmetlerin görülmesindeki çiftelik giderilir ve böylece önemli tasarruflar sağlanır.<sup>19</sup>

Bununla beraber, şirket yaşamında büyüme ana eğilimken bir ara, “küçük güzeldir/small is beautiful” diye bir düşünce ortaya çıkmıştır. Şirketler küçük boyutlarda olmalıydılar çünkü küçük şirketler; hızlıdırlar, değişimlere çabuk ayak uydurabilirler, müşteriye yakınlık, amatör ruh ve heyecanlarını kaybetmemişlerdir.

<sup>18</sup> AKGÜÇ Öztin, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6.Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul, 1994, s.864

<sup>19</sup> AŞIKOĞLU Rıza, **a.g.e.**, s.380

Büyüdükçe bu ve benzeri özellikler kaybolur. Bunun üzerine “down sizing” diye bir terim ortaya atılmıştır. Bu terim, “ölçeği/büyüklüğü aşağıya çekme” diye tercüme edilmektedir. Bir süre sonra, “right sizing” terimi ortaya çıkmıştır ki bunu da “doğru ölçekte/büyükte olma” diye tercüme etmek mümkündür.

Buradan çıkan sonuca göre, büyümede de bir “büyüme sınırı” olması gerekmektedir. Büyümenin, başka bir ifadeyle ölçeğin doğru büyüklüğü, işletmenin içinde bulunduğu koşullara uyan modeli seçerek, doğru ve uygun bir ölçekte yola devam etmesidir.<sup>20</sup>

### 1.3.1.2.Sinerji Etkisinden Yararlanma

Sinerji, Yunanca kökenli bir sözcüktür ve “iki madde veya faktörün beraberce, bağımsız olarak faaliyet gösterdiklerinde hesaplanandan daha büyük bir etki yaratmalarıdır” şeklinde tanımlanabilmektedir. Bir başka ifadeyle, rekabet gücünde artış ve iki işletmenin bağımsız olarak elde etmesi beklenen tutardan daha fazla nakit akımı elde edebilmeleridir. Sinerji birçok şirket birleşmesinde ana nedenlerin başında gelmektedir. Birleşme sonrasında ortaya çıkan şirketin değerinin, iki işletmenin birleşme öncesi ayrı ayrı değerleri toplamından daha fazla olması durumunda birleşmeden kaynaklanan sinerjik bir etki vardır ve bu etki aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:<sup>21</sup>

$$PV_{AB} > PV_A + PV_B$$

$PV_{AB}$ , birleşmeden sonra varlığını devam ettiren firmanın veya birleşme sonucu doğan yeni firmanın değerini

$PV_A$  ve  $PV_B$ , birleşen firmaların ayrı ayrı piyasa değerini göstermektedir.

Aktif ve pasifi ile bir işletmeyi devir (satın) alan bir diğer işletmenin veya birleşme sonucu meydana gelen yeni işletmenin, kendilerini oluşturan işletmelerin piyasa değeri toplamından daha yüksek bir piyasa değerine sahip olmaları, diğer bir ifadeyle, “2+2=5” etkisinin oluşması, teorik açıdan büyük ölçekte faaliyette bulunmanın yararları ile açıklanabilir.<sup>22</sup>

<sup>20</sup> <http://www.yontek.com>.

<sup>21</sup> YILGÖR Ayşe Gül, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.194

<sup>22</sup> AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.864

Sinerji etkisine, “sistemik ya da sistemsel etki” karşılığı da önerilmektedir.<sup>23</sup>  
Sinerji etkisini; faaliyet sinerjisi ve finansal sinerji olarak ikiye ayırabiliriz.

#### **1.3.1.2.1.Faaliyet Sinerjisi**

Faaliyet sinerjisi, ölçek ve alan ekonomilerinden oluşur ve birleşen işletmeler bu yolla satışlarda artış ve maliyetlerinde azalma sonucunda kaynakların daha etkin kullanılmasını sağlayabilirler.

#### **1.3.1.2.2. Finansal Sinerji**

İşletme birleşme ve ele geçirme işleminin sonunda, birleşme sonrasında ortaya çıkan yeni işletmenin veya ele geçiren işletmenin daha düşük sermaye maliyetine sahip olması durumunda, finansal sinerjinin varlığından söz edilebilir. Finansal sinerjinin kaynakları, birleşme sonucunda şirket kârlarının ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, şirket riskliliğinin azalması, finansal ölçek ekonomilerinin oluşması ve içsel fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi uyumlaştırılmasıdır.<sup>24</sup>

#### **1.3.2. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajlı Olması**

İşletmelerin birleşme yoluyla büyümelerine dışsal büyüme, kendi iç kaynaklarını kullanarak ya da borçlanarak büyümelerine ise iç kaynaklarla büyüme denilmektedir. İç kaynaklarla büyümenin diğer bir adı da “otofinansman” olarak bilinmektedir.

Şirket içi olanaklarla büyüme yoluna giden işletmelerin, daha çok teknoloji üretebilen, araştırma-geliştirme harcamaları yüksek olan işletmeler olduğu görülmektedir.<sup>25</sup> Son yıllarda, artan rekabete dayanabilmek veya diğer nedenlerden dolayı bu işletmelerin dahi birleşmekte olduğu bilinmektedir.

<sup>23</sup> BAŞ İ.Melih, a.g.m., Ocak 1990,s.46

<sup>24</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.383-384

<sup>25</sup> BAŞ İ.Melih, a.g.m., s.49

Birleşme yoluyla dış büyümenin iç büyümeye göre bazı üstün yönleri bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir:

- Büyümenin hızla gerçekleştirilmesi ve büyümede dengenin sağlanması,
- Maliyetin daha düşük olması,
- Finansman kolaylığı,
- Risk azlığı,
- Firmalar arası rekabetin azalması.

Birleşme yoluyla büyümenin, iç büyümeye kıyasla, maliyet açısından daha avantajlı olup olmadığını belirleyen en önemli etkenin, satın alınacak ya da birleşilecek firmaya ödenen bedel olduğu göz ardı edilmemelidir.<sup>26</sup>

### 1.3.3. Finansal Nedenler

Küreselleşen iş dünyasında giderek büyüyen şirketler her geçen gün daha fazla finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar ve bu noktada işletme birleşmeleri, finansal zorlukları ortadan kaldırmak için seçilebilecek en etkin çözüm olarak tercih edilmektedir.<sup>27</sup> İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi birleşmeye giren işletmelerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden daha yüksek olmaktadır. Borç verenler açısından risklilik derecesi düşmüş olacağından, daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir.<sup>28</sup> Bunun yanı sıra, daha önce ayrı birimler olarak faaliyetlerini sürdüren ve borsa olanaklarından yararlanamayan işletmelerin bu olanaklardan yararlanabilmeleri mümkün olabilmektedir. Birleşme sonrasında oluşan yeni şirketin hisse senetlerine ilginin artması durumunda firmanın sermaye yapısını güçlendirme olanağı ortaya çıkmaktadır.<sup>29</sup> Birleşme sonucunda işletmelerin sermaye piyasasına girmesi, işletmenin düşük maliyetle yani düşük faizle kaynak sağlamasını

<sup>26</sup> AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.867

<sup>27</sup> <http://www.insankaynaklari.com>.

<sup>28</sup> AŞIKOĞLU Rıza, a.g.e., s.380

<sup>29</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e.,s.17



kolaylaştırarak ortalama sermaye maliyetinin düşmesine imkan sağlayacak ve aynı zamanda piyasa değerinin artması sonucunu doğuracaktır.<sup>30</sup>

İşletmeler, birleşme ve devralma stratejileri uygulayarak, büyük ölçüde finanslama kolaylığı elde etmekte ve bunun sonucunda da ortaya finansal açıdan daha büyük ve daha güçlü bir işletme çıkmaktadır. Birleşme ve devralmaların finansman biçimleri, işletmeleri içsel büyümeden çok dışsal büyümeye itmektedir. Şöyle ki; halka hisse senedi satarak toplanacak fonlarla yeni kapasite elde etmeye yönelmektense, kurulu kapasiteye sahip bir işletmeye, kendi işletmesinin hisse senetlerini vererek söz konusu işletmenin elindeki hazır kapasiteyi ele geçirmek, çoğu zaman yöneticilere daha çekici gelmektedir.

Bir işletme aktif ve pasifi ile devralırken, bedelinin nakden değil de, satın alan işletmeye ait hisse senetlerinin verilerek ödenmesi halinde, satın alma ek bir finansman gereksinmesi doğurmadan, diğer bir deyişle nakit çıkışı gerektirmeden gerçekleştirilebilir. Böylelikle, yeni bir yatırıma göre, ilave aktif değerlerin elde edilmesi için gerekli olan nakit gereksinimi, büyük ölçüde azaltılmış olmakta ve yatırım için zaman ve para sarfi yerine hazır bir işletmeyle birleşmek ya da onu devralmak söz konusu olmaktadır.

#### 1.3.4. Vergi Avantajı

İşletmeleri birleşme ve devralma stratejilerine yönlendiren en önemli nedenlerden biri de, vergi yasalarının sağladığı avantajlardan yararlanarak vergi yükünü azaltmak ve böylelikle, mevcut ve gelecekteki muhtemel net kazançları arttırmaktır.<sup>31</sup>

Kârlı bir şirket, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar kârlarından mahsup yapmak olanağına sahip bir firmayı satın aldığı takdirde, zarar mahsubu nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak koşuluyla, kâr üzerinden vergi ödememek olanağını elde eder. Vergi avantajı, zararlı bir firmanın aktif ve pasifi ile satın alınmasına çekicilik katmaktadır. Eğer vergi yasaları, kârlı bir firmanın zararlı bir firmayı satın alması halinde, bu zararların vergi

<sup>30</sup> BÜKER Semih, *Finansal Yönetim*, Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:6, Eskişehir, Ekim 2000, s.395

<sup>31</sup> AŞIKOĞLU Rıza, *a.g.e.*, s.380

matrahından indirilmesi olanağını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı firma satın alma veya birleşmeyi özendirir. <sup>32</sup>

Ülkemizde şirket birleşmelerinin hukuki alt yapısı yeterli bulunmamaktadır. Türkiye'deki uygulamada, daha çok aynı grupta bulunan şirketler, vergi avantajı elde etmek için birleştirilmektedir. Birikmiş zararı olan şirket, kârlı durumdaki şirkete devredilerek kârlı şirketin vergiden kaçınmasına olanak sağlanmaktadır.

Türk Ticaret Kanunumuzun 146.maddesine göre, birleşme, yeni kuruluş yoluyla (füzyon-kaynaşma) ve katılma (devralma) yoluyla gerçekleşmektedir. (Füzyon-Kaynaşma) yoluyla birleşmelerde vergi istisnası bulunmamaktadır.

K.V.K.'nın 39.maddesine göre, "devir" şeklinde gerçekleştirilen birleşmelerde vergi söz konusu olmamaktadır. Devir şeklinde birleşmelerde, birleşen şirket mallarının mülkiyeti birleşilen şirkete devir ve teslim edilmektedir. Devir esnasında ortaya çıkan kâr üzerinden kurumlar vergisi alınmamaktadır. Devredilen şirketinin birikmiş zararları varsa, bu zararlar devralan şirketinin kârlarından 5 yıl süre ile indirilebilmektedir. Bu anlamda, vergi kanunlarımız, devir yoluyla birleşmeleri kolaylaştırmaktadır. <sup>33</sup>

### 1.3.5. Rekabetin Azaltılması

Aynı endüstri dalında faaliyette bulunan firmaların birleşmeleri halinde, aralarındaki rekabet ortadan kalkacağı, iki tarafın mutabakata vardığı bir fiyat ve üretim politikası izleme olanağı elde edilebileceği gibi, bu firmaların piyasa üzerindeki kontrolleri de iç büyümeye kıyasla daha hızlı ve daha az riskli bir şekilde artabilecektir. Özellikle büyümenin ilk aşamasında bulunan firmalar, birleştikleri taktirde rekabet yapmak zorunluluğundan kaçınabilirler. <sup>34</sup>

Bu durum birleşen işletmeler için daha fazla bir pazar payı anlamına geldiği için iyi olmakla beraber tüketiciler ve aynı sektörde çalışan diğer işletmelerin aleyhine bir gelişme olmaktadır. Bu nedenle birçok ülkede antitröst kanunlar çıkarılmak suretiyle bu durum engellenmeye çalışılmaktadır.

<sup>32</sup> AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.809

<sup>33</sup> <http://www.turmob.org.tr>.

<sup>34</sup> AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.868



### 1.3.6.Çeşitlendirme İle Riskin Dağıtılması

Çeşitlendirme, işletmenin faaliyet gösterdiği alanın dışında büyümesini ifade eder. Böyle bir büyüme, yeni üretim tesislerinin kurulması ile gerçekleştirilebileceği gibi, esas faaliyet alanının dışındaki işletmelerle birleşme, onları satın alma biçiminde de gerçekleştirilebilir.

İşletmeleri birleşmeler yoluyla çeşitlendirmeye yönelten amaçların başında, satın alan/ele geçiren işletmenin daha kârlı ve büyüme potansiyeline sahip bir endüstri kolunda faaliyet gösterme isteği gelmektedir. Ana işletmenin faaliyet gösterdiği endüstrinin olgunluk düzeyine erişmiş olması, büyüme oranının yavaşlaması, bu endüstrideki yoğun rekabetin kârlılığı azaltması, işletmeyi çeşitlendirme yoluyla genişlemeye sevk edebilir.<sup>35</sup> Ayrıca, tüm işletmeler dönemsel ve konjonktürel dalgalanmalara karşı aynı derecede hassas değildir. Çeşitli sektörler, hatta aynı sektördeki işletmeler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı tepki farkı olabilmektedir. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan aşırı etkilenen işletmeler, istikrarlı işletmelerle birleşme ve devralma stratejileri geliştirerek, bir dereceye kadar, istikrarı sağlayabilecektir. Ancak, konjonktürel dalgalanmalar tüm sektörleri büyük ölçüde etkilediğinden, istikrar, mevsimlik dalgalanmalardaki kadar sağlanamayacaktır.

Sonuç olarak, çeşitlendirmedeki ana amaç, riskleri dağıtmak ve azaltmak olarak ortaya çıkmaktadır. Birleşme ve devralma stratejileriyle çeşitlendirme yapıldığında, risk dağılmakta, piyasa dalgalanmalarından daha az etkilenilerek istikrarlı bir dış talep sağlanmakta, uzun dönemli üretim ve yatırım plânları yapılabilmekte, faktör tedarikindeki sorunlar çözülebilmekte, birim üretim ve dağıtım giderlerinin düşürülmesi sağlanabilmekte ve sonuçta daha istikrarlı bir gelir sağlama durumu doğmaktadır.<sup>36</sup>

<sup>35</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.385

<sup>36</sup> AŞIKOĞLU Rıza, a.g.e.,s.381-382

### 1.3.7. Psikolojik Etkiler

İşletme birleşmelerinin en önemli nedeni ekonomik nedenler olmasına rağmen, psikolojik nedenler de birleşmelerin gerçekleştirilmesinde önemlidir.

Kişinin yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme tutkusu, hırsı, firmanın devamını emniyet altına alma duygusu, korku, demode olma kaygısı gibi nedenler de birleşme kararlarında etkili olmaktadır.<sup>37</sup>

Yukarıda açıklanan bu sebeplerin dışında işletmeleri birleşmeye sevk eden başka sebepler de vardır. Bunları; kurumsallaşma isteği, yeni pazarlara girme isteği, ikame maliyetleri altında varlık satın alma isteği, know-how transfer etme isteği, küresel pazarlarda söz sahibi olma isteği, bilgiyi ve teknolojiyi paylaşma isteği, şirketleri kontrol altında tutma isteği, birleşen işletmelerin ürettikleri teknolojileri birleştirerek daha ileri aşamaya götürme isteği, olarak sıralamak mümkündür.

2000 yılında, Watson Wyatt Worldwide tarafından yapılan “Global M&A Survey 2000” araştırmasına göre işletme birleşmelerinin nedenleri yüzdeleriyle şöyledir: %65 oranıyla ilk sırada rekabet kabiliyetini artırmak gelmektedir. Daha sonra sırasıyla; %61 oranında pazar payını artırmak, %60 oranında üretim sinerjisi yaratmak, %52 oranında yeni pazarlara girmek, %28 oranında maliyetleri azaltmak, %21 oranında yeni teknolojiye sahip olmak, %15 oranında faaliyet ve ürünleri geliştirmek ve son olarak da %8 oranında aktifleri büyütmek gibi nedenler ortaya çıkmıştır.<sup>38</sup>

Bu nedenlerin yanı sıra, günümüz birleşme ve satın almalarına yön veren bir eğilimin de entelektüel sermaye olduğu olgusu kabul edilmektedir. Günümüzde bir şirketi başka bir şirket için cazip yapan faktörler, o şirketin maddi varlıklarından (hard assets) ziyade entelektüel sermayesine (soft assets) kaymaktadır. Artık şirketler sadece bir diğer işletmenin yüksek teknoloji ile çalışan makineleri ve tesisleri için değil; elde tuttuğu patentler, müşterilerinin değeri, uzmanlık alanları, bilgi sermayesi

<sup>37</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.19

<sup>38</sup> SEVİM Adnan, “Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması ( Enterprise Resources Planning-ERP )’nin Önemi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.333

ve çalışanlarının nitelikleri nedenleriyle de birleşme ya da satın alma yoluna gitmektedir.<sup>39</sup>

#### 1.4. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN YÖNLERİ

İşletme birleşmeleri, dış büyüme yöntemlerinden biridir. Bu sebepten dolayı işletme birleşmelerinin yönleriyle, işletmelerin büyüme yönleri arasında tam bir paralellik bulunmaktadır. Buradan yola çıkarak, işletmelerin birleşmelerinin yönünü dört şekilde incelemek mümkündür.

##### 1.4.1. Yatay Birleşme ( Horizontal Mergers )

Benzer mal ya da hizmet üreten ya da pazarlayan işletmelerin bir araya toplanması ile yatay birleşme gerçekleşir.<sup>40</sup> Diğer bir ifadeyle, burada satın alınan ve satılan işletme aynı sektördedir ve genellikle satın alma faaliyetinden önce şirketler birbirleriyle ürün rekabeti içerisinde olabilmektedirler.<sup>41</sup>

Yatay birleşmede amaç, işletmenin pazar payını arttırmak, atıl kapasiteden yararlanmak, büyük çaplı girdi alımları yoluyla maliyet indirimleri sağlamak, üretim faktörlerini daha rasyonel kullanmak ve marka imajı, know-how, patent ve benzeri hakları elde etmek, diğer bir deyişle bir araya gelerek ölçek ekonomilerinden faydalanmak amacıyla gerçekleştirdikleri birleşme ve devralmalardır. Bu yönlü birleşme ve devralmalar, rekabetin azaltılmasını veya ortadan kaldırılmasını sağlayarak, daha fazla kâr elde edilmesine olanak sağlar. 20. yüzyıldaki birleşme ve devralmaların çoğu bu kategoridendir. Yiyecek toptancıları, içki üreten işletmeler, aynı malı çeşitli şehirlerde satan mağazalar, belli bir üretim malını imâl eden işletmeler vb. gibi aynı faaliyet dalında çalışan işletmeler, kendi aralarında yatay birleşme ve devralma stratejileri uygulayabilirler.<sup>42</sup>

<sup>39</sup> ARSLAN H. Bader, a.g.m

<sup>40</sup> BÜKER Semih, a.g.e., s.391

<sup>41</sup> KÖKTÜRK SÜMERSAN Mehtap, ODABAŞ KONT Şirin, "Birleşme ve Satınalmalarda İnsan Kaynakları ve Pazarlama Sorunları", Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.560

<sup>42</sup> AŞIKOĞLU Rıza, a.g.e., s.374

1996 yılında yapılan araştırmaya göre, yatay birleşmelerin pazarda güç ve ölçek ekonomisini sağlama mekanizması olduğu yönündeki literatürdeki genel kanının aksine, yatay birleşmelerin şirketlerin kaynaklarının yeniden organizasyonunu sağlayan mekanizmalar olduğu gerçeği ortaya çıkmıştır.<sup>43</sup>

#### 1.4.2. Dikey Birleşme ( Vertical Merger )

Birbirini izleyen ya da tamamlayan nitelikte mal üreten işletmelerin aralarında kurdukları birleşmeler dikey birleşme olarak tanımlanmaktadır.<sup>44</sup> Daha açık bir ifadeyle, herhangi bir malın ya da hizmetin, üretiminden satışına kadar farklı aşamalarında faaliyet gösteren, dolayısıyla aralarında alıcı-satıcı ilişkisi bulunan işletmeler birleşmekte ya da bir işletme diğer bir işletmeyi/işletmeleri devralmaktadır.

Bir işletme kendisine hammadde, enerji, aramal ya da hizmet sunan bir başka işletmeyle birleşirse ya da onu devralırsa buna “Geriye Doğru Dikey Birleşme” veya “Geriye Doğru Dikey Devralma”, ürettiği malı ya da hizmeti satın alan bir işletmeyle birleşirse ya da onu devralırsa buna da “İleriye Doğru Dikey Birleşme” veya “İleriye Doğru Dikey Devralma” adı verilir. Böylece, sonraki üretim basamakları, öncekilerin ürünlerini ya da hizmetlerini alır ve pazarda görünen de, sadece son basamağın işletmesi olur.<sup>45</sup>

Pazar global düşünülüp üretim uluslararası normlarda yapıldığında, büyük yatırımların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Yapılan yatırımların riskini azaltabilmek için, gerek satış gerekse üretim yönünden koruyucu adımların atılması, dikey birleşmeleri ve devralmaları zorunlu kılmaktadır.<sup>46</sup>

Örnek olarak, Türkiye’de Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Dusa Endüstriyel İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Kordsa çatısı altında birleşmesi verilebilir.<sup>47</sup>

<sup>43</sup> BAKOĞLU Refika, “Şirket Birleşmelerinde Stratejik Kaynak ve Yetkinliklerin Yönetimi”, *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.519

<sup>44</sup> SABUNCUOĞLU Zeyyat, TOKOL Tuncer, *İşletme I-II*, Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Bursa, 1997, s.133

<sup>45</sup> AŞIKOĞLU Rıza, a.g.e., s.375

<sup>46</sup> BÜKER Semih, a.g.e., s.391

<sup>47</sup> www.insankaynaklari.com.

### 1.4.3.Dairesel Birleşmeler ( Congeneric Mergers )

Aynı türe ilişkin birleşme olarak da adlandırılan bu birleşmede, genel üretim ya da dağıtım konusunu oluşturan mal ya da hizmet çerçevesinde yer alabilecek mal ya da hizmetlerin üretim ve dağıtımını denetim altına alabilme amacıyla birleşme çizgisi izlenmektedir. Ancak yatay ya da dikey birleşme ilişkileri söz konusu değildir. Örneğin, her ikisinde bankacılık sektöründe yer alan Desiyab ve Turizm Bankası 'nın birleşmeleri böyle bir birleşmeye örnek olarak gösterilebilir. <sup>48</sup>

### 1.4.4. Çok Yönlü Dağılma İle Birleşmeler ( Conglomerate Mergers )

Çok yönlü dağılma ile birleşmeler de ise satın alan ya da alınan şirketin birbiriyle ilişkisi bulunmamaktadır.<sup>49</sup> Diğer bir ifadeyle, işletmelerin esas mal veya hizmet üretimi ve pazarlamasının dışına kayarak gerçekleştirilen birleşmelerdir. Amaç farklı alanlara yatırım yapılarak grubun riskinin düşürülmesidir. Örnek olarak, bir ilaç firmasının bir seyahat firmasını alması gösterilebilir.

Çok yönlü dağılmada diğer bir amaç, ekonominin pek çok kesiminde pazar hakimiyetini ele geçirmedir.<sup>50</sup>

Ülke sınırları dışında, yatay-dikey veya diğer şekillerde birleşerek uluslar arası faaliyet göstermeyi amaçlayan işletmelerin birleşmesine de coğrafi birleşme veya sınır-ötesi birleşmeler diyerek beşinci tür bir birleşmeden bahsetmek mümkündür.

## 1.5. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

### 1.5.1.Türkiye Dışındaki Ülkelerdeki İşletme Birleşmeleri

Tarihsel olarak, işletme birleşmelerini dönemlere ayırmak mümkündür. İşletme birleşmelerinin en yoğun oldukları zaman da, hisse senedi fiyatlarının

<sup>48</sup> BAŞ İ. Melih, a.g.m., s.50

<sup>49</sup> KÖKTÜRK SÜMERSAN Mehtap, ODABAŞ KONT Şirin, a.g.e., s.560

<sup>50</sup> AKAY Hüseyin; a.g.e., s.20

yükselme eğiliminde olduğu zamanlardır.<sup>51</sup>

Birleşme ve devralmalara ilişkin tarihsel gelişime baktığımızda, bu oluşumların zaman içerisinde dalgalar halinde gerçekleştiği görülmektedir. 1960'lar holding tipi birleşme ve devralmaların çok olduğu bir dönemken, 1970'lerle beraber aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların arasındaki birleşme ve devralmalar hızla yükselmiştir. 1980'lerde düşmanca devralmalar tırmanışa geçmiş, 1990'larda da belli alanlarda odaklaşmaya yönelik sınır ötesi devralmalar önem kazanmıştır. 1980'lerden beri gerçekleşen uluslararası birleşme ve devralma sayısı her yıl kendini üçe katlamıştır.<sup>52</sup>

Dünya'da doğrudan yabancı yatırım (FDI) hareketleri 1991'de 160 milyar USD'den, 2000 yılında 1 trilyon USD'nin üzerine çıkmıştır. Uluslararası şirket birleşmelerinin (M&A) FDI içindeki payı da hızla artarak 1991'de 100 milyar USD'den, 1999'da 700 milyar USD'ye ulaşmıştır. Birleşmelerin FDI'ya oranı, gelişmiş ülkelerde %80 olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde %30 civarındadır. Bütün dünyada görülen trend büyük uluslararası şirketlerin, daha küçük yerel şirketleri satın alarak büyümesi şeklindedir. Zaman içerisinde işlem büyüklükleri de hızla büyümüş ve 1999'da 109 adet birleşmenin tutarı 1 milyar USD'nin üzerinde gerçekleşmiştir.

Fonksiyonel olarak baktığımızda uluslararası birleşmelerin %70'inin yatay (aynı endüstri), %25 civarı conglomerate (farklı endüstri), %5'den azı ise dikey (müşteri veya tedarikçi) olarak gerçekleşmektedir.

2000'e kadar büyük bir hızla büyüyen ve 2000 yılında 3.5 trilyon USD'ye ulaşan M&A faaliyetleri uzun bir aradan sonra, 2001 yılının ilk çeyreğinde son 3 yılın en düşük seviyesine inmiştir. 2000 yılı ilk çeyreğinde 1.17 trilyon USD olarak gerçekleşen M&A işlem hacmi, 2001'in aynı çeyreğinde %62'lik bir düşüşle 455 milyar USD'ye gerilemiştir. Aynı dönem için Avrupa'daki M&A işlemleri incelendiğinde 328 milyar USD'den 155 milyar USD'ye yaklaşık %50'lik bir azalma olduğu görülmüştür. Bu düşüşün temel sebepleri olarak Amerika'nın başını çektiği

<sup>51</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e.,s.25

<sup>52</sup> BİLGİN Zeynep, ERDOĞMUŞ EREN İrem, "Birleşme ve Devralmalarda Uluslar arası Boyut ve Pazarlama Yansımaları", Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.433



dünyadaki ekonomik yavaşlama, yeni ekonominin beklenen getirileri getirmemesi, ve teknoloji hisselerindeki büyük değer kayıpları olarak ifade edilmektedir.<sup>53</sup>

Son yıllardaki birleşmelere bakıldığında, özellikle dev şirketlerin bir araya geldiği görülmektedir. Bu dönem, piyasalarda “mega birleşmeler dönemi” olarak adlandırılmaktadır.

Şirket birleşmelerindeki bu artışın nedeni, dünya ekonomisindeki gelişmelerden kaynaklanmaktadır.

Bu gelişmeleri şöyle sıralayabiliriz:

- Bilgi teknolojisindeki hızlı gelişmeler,
- Özelleştirme,
- Ticari sınırların ortadan kalkması,
- Merkezi düzenlenmelerin azalması,
- Küreselleşme,
- Rekabet anlayışı ve yapısının kökten değişmesi.

Bir çok sektörde oluşan aşırı kapasite şiddetli fiyat rekabetine yol açmıştır. Sonuçta, bu fiyat rekabeti şirketleri bir araya gelmeleri için zorlayıcı bir faktör olmuştur.<sup>54</sup>

Uluslararası birleşme ve devralmalardaki artış, ülkelerin doğrudan yatırım yöntemlerine bakış açısını değiştiren küreselleşme ve pazarların serbestleşmesi akımlarına bağlanabilir. Bu akımlarla, ülkeler doğrudan yabancı sermayeyi yabancı kredi ve yardımlara tercih etmeye başlamışlardır. Triad (üçlü) ülkeler olarak adlandırılan ABD, Avrupa ve Japonya'daki büyük firmalar, diğer yabancı pazarları kontrol etmek için de doğrudan yabancı yatırımlarını arttırmaya ve yatırımlar içinde de özellikle uluslararası birleşme ve devralmalara yönelmişlerdir. Uluslararası birleşme ve devralmalar, toplam birleşme ve devralmalar içinde artık dünya ekonomilerini birleştirmeye yarayacak doğrudan yabancı sermaye akımı olarak da önem kazanmaktadır. 1999'daki birleşme ve devralmaların %40'ının sınır ötesi yapılanmaların oluşturduğu ve temelde de Avrupa ve Pasifik ötesi bölgede yoğunlaştığı görülmüştür.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> <http://www.insankaynaklari.com>.

<sup>54</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.31-32

<sup>55</sup> BİLGİN Zeynep, ERDOĞMUŞ EREN İrem, a.g.e., s.435

Ernst&Young Kurumsal Finansman Bölümünün “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002” raporunda verilen bilgilere göre, dünya genelinde birleşme ve satın alma faaliyetlerinin düşüş trendine girdiği belirtilmiştir. Rapora göre, 2002 yılında açıklanan işlemlerin değerinin, 2001 yılına göre % 29 azaldığı ve 1.2 trilyon ABD dolarında kaldığı açıklanmıştır. 2002 yılında dünya genelinde 25 bin işlem sayısının ise 1995’ten bu yana gerçekleşen en düşük işlem sayısı olduğu belirtilmiştir.

Raporda bu düşüşe neden olarak, ekonomik büyümeye ilişkin kaygılar ve 11 Eylül olayının iş dünyasına etkisi gösterilmektedir. Sektörel işlem hacimlerinde düşüş olsa da, en hareketli sektörlerin, enerji ve finansal hizmetler sektörleri olduğu açıklanmıştır.

Çin menşeli hedef şirketlerin taraf olduğu işlemlerin hacminin ise geçen yıla oranla iki kat arttığı belirtilmiştir. Fransız ve Danimarkalı şirketlerin ise satın alan taraf olduğu işlemlerin hacminde ciddi bir artış olduğu açıklanmıştır.<sup>56</sup>

Ernst&Young Kurumsal Finansman Bölümünün “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003” raporunda ise; dünya genelinde 2002’li yıllarda, B&S ya da M&A faaliyetlerinde başlayan durgunluğun 2003’te de devam ettiği ve geçen yılın ilk 9 ayında dünyada 855 milyar dolar toplam işlem değerine sahip, 19.713 B&S işlemi gerçekleşirken 2003’ün aynı döneminde, toplam değeri 866 milyar dolar olan 19.558 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiği açıklanmıştır. Raporda, ABD’nin Irak’a müdahalesi ve dünyanın çeşitli bölgelerindeki terör tehdidi, 2002 yılında başlayan durgunluğun 2003’te de sürmesine sebep olarak gösterilmektedir.

Dünya genelinde geçen yıl birleşme ve satın alma işlemlerinin en fazla yaşandığı sektörler finansal hizmetler ve bilişim sektörleri olmuştur. Öte yandan geçen yılın ilk dokuz ayında birleşme ve satın alma işlemlerinde önemli pay sahibi olan ABD’de bu işlemlerin toplam değeri, 2002’nin aynı dönemine göre yüzde 13 oranında azalarak, 1994’ten bu yana gerçekleşen en düşük işlem hacmi olan 297 milyar dolar olarak açıklanmıştır.

Raporda, 2003 yılında, dünya genelinde, ABD’de ve Çin’de birleşme ve satın alma faaliyetlerinde azalma görülürken, Afrika menşeli şirketlerin taraf olduğu işlemlerin hacmi ise geçen yıla oranla yedi kat arttığı; Avustralyalı ve Japon

<sup>56</sup> <http://www.insan kaynaklari.com>.





şirketlerin taraf olduğu işlemlerin hacminde de önemli boyutta artış yaşandığı bilgisi verilmektedir.<sup>57</sup>

2003 yılında, Avrupalı şirketlerin gerçekleştirdiği en büyük işlemler olarak, Tesco (İngiltere)-Kipa ve Deutche Bank / BSH Bosch (Almanya-BSH Profilo) işlemleri dikkat çekmiştir. Bu yıldaki birleşme ve satın alma işlemlerinin sektörel dağılımına bakıldığında ise gıda ve içecek ile finansal hizmetler sektörleri işlem adedi olarak ilk iki sırada yer almaktadır.<sup>58</sup>

2004 yılına bakıldığında ise, dünya ekonomisinin iyileşme sinyalleri vermesiyle şirket evlilikleri ve satın almalarında hızlı bir yükseliş olduğu görülmektedir. Kurumsal finansman aktiviteleriyle ilgili bir çalışmaya göre, küresel şirket evlilikleri ve satın almaların hacmi 2004 Şubat ayında 238 milyar 640 milyon dolara çıkarak Ekim 2000'den bu yana en yüksek düzeye ulaşmıştır. Bu da yıl başından bu yana, evlilik ve satın almaların hacminin, 2003'ün aynı dönemine kıyasla %170 artarak 459 milyar 630 milyon dolara ulaştığı anlamına gelmektedir.<sup>59</sup>

Bu raporlardan çıkan sonuçlara göre, dünyadaki gelişmelere bağlı olarak bazı yıllarda işletme birleşmelerinde artışlar ya da düşüşler yaşansa da, işletmeleri birleşmeye sevk eden nedenlerin çok cazip olması nedeniyle M&A'lar tüm dünya ülkelerinde yayılarak devam etmektedir.

### **1.5.2. Türkiye'deki İşletme Birleşmeleri**

Dünya'da işletmeler arasında yaşanan birleşme ve satın almalara paralel bir gelişme Türkiye'de de yaşanmaktadır. Türkiye'de işletme birleşmeleri ve satın almalar daha çok zor durumda olan işletmelerin ekonomiye tekrar kazandırılması amacıyla başlamış olup, en çok kamu kurumlarında ve bankacılık sektöründe görülmüştür. Özellikle 1950'li yıllarda bankalar arasında gerçekleştirilen birleşmelerin temel nedeni zor durumda olan bankaların ekonomiye kazandırılması olmuştur.

Ülkemizde 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanununun 1997 yılında yürürlüğe girmesiyle, işletmeler arasında etkin rekabet durumunu ortadan

<sup>57</sup> <http://www.makalem.com>

<sup>58</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.31-32

<sup>59</sup> <http://www.ntv.com>

kaldıracak uygulamalara engel olmak üzere Rekabet Kurumu (R.K) oluşturulmuştur. Birleşme ve satın almalar bu kurumun iznine tabi olmaktadır. R.K'na izin için her birleşme ya da satın alma kararı gitmemektedir. Mevcut düzenlemeye göre, öncelikle kontrolün el değiştirmesine yol açacak bir birleşme ya da devralma olması gerekmektedir. Örneğin, aynı grubun kontrolü altında olan işletmelerin birleştirilmesi rekabet hukuku bakımından birleşme/devralma sayılmamaktadır.

**Tablo1: Rekabet Kurulu'na başvuru ve sonuçlandırılan Birleşme ve Devralmalar**

|                 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | Toplam |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Başvuru         | 8    | 59   | 80   | 103  | 88   | 90   | 422    |
| Sonuçlandırılan | 5    | 52   | 76   | 101  | 82   | 87   | 429    |

**Kaynak: [www. rekabet. gov. tr](http://www.rekabet.gov.tr)**

Tablo 1'den de görüleceği üzere 1997 yılında yalnızca 8 şirket birleşme ya da satın alma için başvururken, 2000 yılında 103, 2002 yılında 90 şirket başvuruda bulunmuştur. Bu tablodan, ülkemizde, birleşme ve satın almaların önemli oranda artış gösterdiği görülmektedir.<sup>60</sup>

Türkiye'deki işletmelerinin %98'ini Küçük ve Orta Boy İşletmelerin (KOBİ) oluşturduğu düşünüldüğünde, ölçek ekonomilerinden faydalanmak, rekabet edebilirliği artırmak, sık sık yaşanan krizler karşısında varlığını sürdürebilmek için birleşme ya da satın almaların gittikçe daha fazla artacağı söylenebilir.<sup>61</sup>

Türk firmalarını ilgilendiren şirket birleşmelerini üç grupta toplayabiliriz. Bunlar, yerli şirketlerin birleşmeleri, yabancılarla Türk şirketler arasındaki birleşmeler ve yerli şirketlerin yurtdışı yatırımlarıdır.

Yerli birleşmeler ve satın almalarda eğilim daha çok büyük sermaye gruplarının çeşitli sektörlerden şirket satın almaları yönünde olmaktadır. En çok şirket satın almalarının görüldüğü sektörler; perakende, finans, gıda, bilişim teknolojileri ve çeşitli diğer sanayi sektörleridir. Yabancı işletmelerin, ülkemizde yaptıkları birleşmelerde de çimento, ambalaj, kimya, ısıtma-klima, gıda, otomotiv, beyaz eşya ve dağıtım sektörleri görülmektedir.

<sup>60</sup> <http://www.rekabet.gov.tr>

<sup>61</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.204

Türk firmalarının yurtdışında şirket satın almaları ise oldukça yenidir ve hedef ülkeler genellikle; Bulgaristan, Romanya, Türki Cumhuriyetler gibi coğrafi olarak bize yakın ve gelişmekte olan pazarlardır. Bu ülkelerde bir çok sanayi ve hizmet sektöründe Türk firmalarını görmek mümkün olmaktadır.<sup>62</sup>

Türkiye’de firma birleşmelerine yönelik istatistiksel verilere ulaşmak son dönemlere kadar oldukça güçtü. 2000 yılından itibaren gerçekleşen işletme birleşmelerine baktığımızda, Koç grubunda grup içi şirket birleşmelerinin gerçekleştiği görülmektedir.

Arçelik, Türk Elektrik Endüstrisi, Atılım ve Gelişim şirketleri tek bir tüzel kişilik altında toplanmıştır.

Boyner Holding bünyesinde yer alan Beymen, Benetton ve Divarese markaları güç birliği yaparak BBA A.Ş adlı yeni bir şirketin çatısı altında birleşmiştir.

2000 yılında Türkiye’nin önde gelen bilişim şirketlerinden Gantek Teknoloji ve Yunanistan’ın Intracom grubu arasında bir birleşme gerçekleştirilmiştir.

Anadolu Grubu şirketlerinden Erciyes Biracılık, Ege Biracılık, Güney Biracılık ve Anadolu Malt’ın, Turcas-Tabaş’ın, Arçelik-Ardem’in, Danone-Sabancı-Tikveşli’nin, Alarko-Carrier’ın, Kerevitaş-Scholler’in birleşmeleri ise diğer örneklerdir.

Ülkemizde birleşme nedenleri daha çok şirketlerin ekonomiye tekrar kazandırılması olup, genellikle bankacılık sektöründe görülmektedir.

Bankacılık sektöründe olduğu gibi sanayide de şirketler arasındaki birleşmenin ana nedenleri finansal sorunlar olmaktadır.

Ülkemizde, ekonomik zorluklar çeken bir işletmenin çok ucuza satın alınması yoluyla ya da zarardaki bir şirketle birleşerek vergi avantajlarından faydalanmak veya borç kapasitesini genişletmek gibi sebeplerle işletme birleşmelerine gidildiği görülmektedir.<sup>63</sup>

Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.’nin Türkiye’deki işletme birleşmeleri ve satın almalarına yönelik hazırladığı 2002 raporu ülkemizdeki birleşme işlemleri hakkında bilgi vermektedir.

<sup>62</sup> <http://www.pdf.com.tr>

<sup>63</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.32-33

1 Ocak 2002 ile 31 Aralık 2002 tarihleri arasında tamamlanmış ve açıklanmış işlemlerin ele alındığı çalışmada, grup şirketleri arasında gerçekleştirilen birleşme ve devirler ile kredi borçlarının yeniden yapılandırılması çerçevesinde finansal kuruluşlarının taraf olduğu işlemler göz önüne alınmamıştır. Ayrıca açıklanan işlem değerleri, satın alan işletmenin yüklendiği finansal borçları içermemektedir.

Araştırmaya göre, 2002 yılında toplam 54 adet birleşme ve satın alma işlemi tamamlanmış olup bunlardan yalnızca 34'ünde işlem değeri belirtilmiştir. Değeri açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 613.7 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.<sup>64</sup> İşlem değeri açıklanmamış, Unicredito-Koç, Baxi Group-Baymak, Kraft-Kar Gıda, Buderus-Isısan, Deutsche Messe- Dünya fuarcılık gibi önemli şirketlerle<sup>65</sup> ilgili tahminler göz önüne alındığında işlem hacminin 1 milyar doların altında gerçekleştiği sonucuna varılabileceği açıklanmıştır

2002 yılını Türk şirketleri için birleşme ve satın alma yılı olarak gösteren rapora göre; satın alan tarafın Türk şirketi olduğu işlemlerin toplam değeri, açıklanan işlem değerinin %60'ını oluşturmaktadır. Satın alan tarafta Türk şirketlerinden sonra 101.1 milyon dolar işlem değeri ile İngiltere, 85 milyon dolarla da ABD gelmektedir. Raporda Türk şirketleri arasında işlemlerin yüksekliği, birçok sektörde konsolidasyon ihtiyacının yüksek olmasına bağlanmaktadır.<sup>66</sup>

Rapor, birleşme ve satın alma işlemlerindeki hedef şirketlerin sektörel dağılımlarındaki ilk üç sırayı gıda, enerji ve finansal hizmetler sektörü olarak açıklamıştır.

Tablo 2'de, 2002 yılında, ülkemizde gerçekleştirilen en yüksek işlem değerine sahip, ilk 10 işletme birleşmesi görülmektedir.

<sup>64</sup> <http://www.insankaynaklari.com.tr>

<sup>65</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.33

<sup>66</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e.,s.205

**Tablo 2: 2002 yılında Türkiye’deki ilk on birleşme**

| Satın Alan       | Hedef Şirket  | Hisse Oranı   | İşlem Değeri (milyon dolar) |
|------------------|---------------|---------------|-----------------------------|
| Koç Holding      | Opet          | % 50          | 125                         |
| Cadburry         | Kent Gıda     | % 51          | 95                          |
| PBG              | Fruko         | % 77.3        | 85                          |
| HSBC             | Benkar        | % 100         | 75                          |
| Standart Çimento | Eşçim         | Varlık satışı | 46.6                        |
| Honda            | Anadolu Honda | % 50          | 37                          |
| Parsan Makine    | Asil Çelik    | % 19          | 29                          |
| Tüpraş           | Ditaş         | 51            | 16.5                        |
| Sabancı          | Piyale        | 100           | 14.5                        |
| Elit Factoring   | Toprak Y. B.  | 89.9          | 10.8                        |

Türkiye’deki şirket birleşmeleri ve satın alma işlemlerinde de, dünyadaki trende paralel olarak satın alan şirketlerin yarısından fazlasının, hedef şirketin çoğunluk hissesine sahip olma ve yönetimin kontrolünü elinde tutma eğiliminde olduğu raporda ortaya çıkan sonuçlar arasındadır.<sup>67</sup>

Raporun vurguladığı ilginç bir gelişme ise 2002 yılında Türk firmalarının %74’nün birleşme işlemi ile ilgilendiği ve birleşme işlemleri ile ilgili faaliyette buldukları sonucudur.<sup>68</sup>

Ernst&Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. Finansman Bölümü’nün, 2003 yılına ilişkin “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu”na göre, Türkiye’de 2003 yılında toplam işlem değeri 1,4 milyar dolar olan 79 birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir ve bunların 54 tanesinin işlem değerleri açıklanmıştır. Raporda, değeri açıklanmamış işlemlere ilişkin tahmini rakamların da dikkate alınması halinde, işlem hacminin 1,5 milyar ABD doları seviyesinde olabileceği belirtilmiştir.<sup>69</sup>

Rapora göre, 79 adet birleşmenin 20 tanesini yabancı işletmeler gerçekleştirmiştir. Bu işletmelerin tamamına yakını Avrupalı şirketlerden oluşmuştur. 1.4 milyar dolarlık birleşme ve satın alma işlemlerinin yüzde 63.7’sini Türk şirketleri, yüzde 34.8’ini Avrupalı şirketler, yüzde 1.6’sını da Taylandlı bir

<sup>67</sup> <http://www.insankaynaklari.com.tr>

<sup>68</sup> GÖKBEL ALTINIRMAK Serpil, a.g.e.,s.229

<sup>69</sup> www.makalem.com.

firma (Thai CPF, tavukçuluk sektöründe faaliyet gösteren CP Standard'ı 22 milyon dolara alarak) gerçekleştirmiştir.

Ernst&Young'ın raporunda finansal hizmetler ve bilişimin en fazla birleşme ve satın alma faaliyetlerinin beklendiği sektörler olduğu vurgulanırken, Milli Piyango, Tekel, Tüpraş ve Türk Telekom'da başarılı özelleştirmeler beklendiği kaydedilmiştir.

Rapora göre, 2003 yılının en başarılı şirket birleşmesi, Aria-Aycell birleşmesi olup, 6 milyar dolarlık bilanço büyüklüğü yaratmıştır.

2003 yılında ayrıca, Nurol-Limak-Özaltın-Tütsab / Tekel Alkollü İçkiler birleşmesinin işlem değeri 292 milyon dolar, Tesco-Kipa birleşmesinin 124 milyon dolar, Çalık Enerji-Bursagaz birleşmesinin değeri 120 milyon dolar, Yıldız Entegre-İgsaş birleşmesinin değeri ise 100.5 milyon dolar olarak açıklanmıştır.<sup>70</sup>

2002 yılında gerçekleştirilen iki özelleştirme işlemine karşın, 2003 yılında 29 özelleştirme ihalesi tamamlanmıştır. Tekel, Petkim, Tüpraş gibi önemli özelleştirme ihalelerinin sonuçlandırılmamasına ya da 2004 yılına sarkmış olmasına rağmen, 29 işlemin toplam değeri 831.3 milyon dolar olarak açıklanmıştır. Özelleştirme işlemlerinin tutarı, 2003 yılının işletme birleşmeleri ve satın alma işlemlerinin toplam hacminin 60'ını oluşturmuştur.<sup>71</sup>

Türkiye'de iş dünyasının birleşme işlemlerine bakış açısı olumlu yönde değişirken, işlem hacminin düşük olmasının en büyük nedeni olarak Türkiye'de firma sahiplerinin çoğunun firma yöneticisi olmaları gösterilmektedir. Türkiye'de firma birleşmelerinin önündeki önemli engeller aşağıdaki şekilde sıralanabilir.<sup>72</sup>

- Vergi yükü nedeniyle birleşmelerin gerçekleştirilememesi,
- Şirket kurucularının şirketlerine çok fazla bağlı olmaları nedeniyle zor şartlarda bile şirket birleşmelerine yönelmemeleri,
- Türkiye'de ortaklık kültürünün yoksunluğu nedeniyle sinerji yaratılmaması,
- Kurumsallaşma eksikliği,
- Yeni ekonomi ve kürselleşme sürecinin anlaşılabilmesi,
- Halka açık şirketlerin azlığı,

<sup>70</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.34

<sup>71</sup> <http://www.milliyet.com>

<sup>72</sup> GÖKBEL ALTINIRMAK Serpil, a.g.e.,s.229



- Aile şirketleri biçimindeki yapılanma,
- Enflasyon muhasebesinin bir çok şirkette uygulanmaması,
- Finansal tabloların yeterli ve güvenilir olmaması, sayılmaktadır.<sup>73</sup>

## **1.6. TÜRK HUKUKUNDA İŞLETME BİRLEŞMELERİ İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER**

### **1.6.1. Türk Ticaret Kanunu(T.T.K.)**

#### **1.6.1.1. Uygulanacak Hükümler**

Ticaret şirketlerinin birleşmesi, Türk Ticaret Kanununun 146. maddesi ile Ticaret Sicil Nizamnamesinin 79. maddesinde tanımlanmıştır. Ticaret Sicil Nizamnamesinin 79. maddesindeki tanım birleşmeleri daha geniş olarak ele almıştır. Buna göre; “ticaret şirketlerinin birleşmesi, iki veya daha çok ticaret şirketinin aktif ve pasiflerini birleştirerek tüzel kişiliklerini sona erdirmek kaydıyla yeni bir ticaret şirketi meydana getirmeleri veyahut bir veya daha çok ticaret şirketinin tüzel kişiliklerini sona erdirip aktif ve pasiflerini mevcut diğer bir ticaret şirketinin aktif ve pasifleriyle birleştirip o şirkete katılmaları şeklinde olur” şeklinde tanımlanmıştır (TSN. madde 79/1).

Ticaret şirketlerinin birleşmesi konusu Ticaret Kanununda iki farklı yerde düzenlenmiştir. Bunlardan ilki, bütün ticaret şirketleri açısından uygulanması mümkün olan hükümlerdir. İkincisi ise, ekonomide taşıdığı önem sebebiyle sadece anonim şirketler açısından düzenlemeler getiren hükümlerdir.

Türk Ticaret Kanununun, 146 ile 151 arasındaki maddeleri genel anlamda ticaret şirketlerinin birleşmesi ile ilgili hükümler ihtiva etmektedir. Bu hükümlerde şirket birleşmelerinin tanımı, birleşmenin şartları, ortakların ve şirket alacaklılarının hukuki durumu ele alınmıştır. Bu hükümler, ayırım gözetilmeksizin bütün ticaret şirketleri hakkında uygulanacaktır.

---

<sup>73</sup> BÜKE Sevinç, a.g.m., s.34

Genel hükümlerin dışında, Ticaret Kanununun 451 ile 454. maddeleri arasında anonim şirketlerle ilgili olarak getirilen hükümlerde gerek birleşme gerek devralma ve gerekse yeni şirket kurulması halleri düzenlenmiştir. Bu maddeler, genel hükümlere nazaran daha ayrıntılıdır, mesela, anonim şirketlerin paylı komandit şirket veya kamu tüzel kişiler tarafından devralınması halleri de burada düzenlenmiştir.<sup>74</sup>

### 1.6.1.2. Birleşme Kavramı ve Birleşme Şekilleri

Türk Ticaret Kanununun 146. maddesine göre, “birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir” şeklinde açıklamaktadır.<sup>75</sup>

Bu tanımdan yola çıkarak, şirketler iki şekilde birleşebilirler.

1- İki veya daha fazla şirketin birleşerek yepyeni bir ticaret şirketi oluşturmaları: Buna göre birleşen şirketlerin hukuki varlıkları sona erer ve yeni bir şirket ortaya çıkar.

2- Bir ya da birden fazla ticaret şirketinin mevcut bir şirkete katılma yoluyla birleşmeleri: Bu durum, birleşen şirketler açısından “katılma” birleşilen şirket açısından “devralma” diye adlandırılabilir. Katılan şirketlerin hukuki varlıkları sona erer, birleşilen şirketin hukuki varlığı ise devam eder.<sup>76</sup>

Birinci yöntemde, birden fazla ticaret şirketinin fiilen tasfiye edilmeksizin, malvarlıklarının birleştirilmesi suretiyle yeni bir şirket kurulması hali söz konusudur. Birleşmek isteyen iki veya daha fazla şirketin aktif ve pasifleri ile yeni bir şirket kurulmuş olur.

İltihaki( katılmalı) birleşme denilen ikinci yöntemde ise, hukuki varlığı sona eren şirketin malvarlığı fiili tasfiyeye tabi tutulmaksızın, bünyesinde birleşmenin gerçekleştiği şirkete intikal eder.<sup>77</sup>

<sup>74</sup> ARSLAN İbrahim, *Şirketler Hukuku Bilgisi*, Yetkin Basım ve Yayımcılık A.Ş., Ankara, 1998, s.68

<sup>75</sup> <http://www.yargitay.gov.tr>

<sup>76</sup> KİŞHALI Yunus; *Şirketler Muhasebesi*, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, Kasım 1998, s.217

<sup>77</sup> ARSLAN İbrahim, *a.g.e.*, s.69-70



Bu iki yöntemin sonucunda da, en az iki ticaret ortaklığı tek bir ticaret ortaklığı haline gelmektedir.

T.T.K.'nın 147. maddesi sınırlayıcı bir hüküm içermektedir. Bu maddeye göre, birleşme yalnız aynı türden şirketler arasında mümkündür. Şu kadar ki, birleşme bakımından kollektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı türden sayılırlar.

Aynı türden olmayan şirketlerin örneğin bir anonim şirketle bir kollektif şirketin birleşmesi T.T.K. hükümlerine göre değil Borçlar Kanunu hükümlerine göre gerçekleşir.

Anonim şirketlerin ne sebeple olursa olsun infisahı, genellikle, şirketlerin aktif ve pasiflerinin kanunun tasfiye hakkındaki hükümlerine göre, tasfiyesini gerektirir. Ancak, kanun koyucu bazı hallerde tasfiye yapılmadan da anonim şirketlerin infisah edeceğini hükme bağlamıştır.

Kanunda bu haller, birleşme başlığı altında,

- Bir anonim şirketin aktif ve pasifiyle diğer bir anonim şirket tarafından alınması (T.T.K. madde 451).
- Birden çok anonim şirketin mallarının yeni kurulacak bir anonim şirket tarafından devralınması (T.T.K. madde 452).
- Bir anonim şirketin aktif ve pasifiyle sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirket tarafından devralınması olarak sayılmıştır (T.T.K. madde 453).
- Bundan başka bir anonim şirketin malları devlet, vilayet, belediye gibi bir amme hükmi şahsı tarafından devralınırsa, şirket genel kurulunun tasfiye yapılmasına karar verebileceğine işaret edilmiştir.<sup>78</sup>

### **1.6.1.3. Birleşme ve Devralmanın Unsurları**

İki birleşme türünden hangisi seçilirse seçilsin, her birleşmede dört temel unsur bulunmalıdır.

- Birleşme Sözleşmesi
- Malvarlıklarının Birleşmesi
- Tasfiyesiz infisah

<sup>78</sup> ATAMAN Ümit, *Şirketler Muhasebesi*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995, s.297-298

- Pay Sahipliğinin Devamı

#### 1.6.1.3.1. Birleşme Sözleşmesi

T.T.K.'nun 146. maddesinde “Birleşme Sözleşmesi”ne ilişkin açık bir hüküm yoktur. Ancak anonim şirketlerin birleşme ve devralınmalarını düzenleyen T.T.K.'nun 451/8 ve 452. maddelerinde “Birleşme Sözleşmesi”den söz edilmektedir. T.T.K.'nun 452. madde uyarınca, yeni kuruluş yoluyla birleşmede, tarafların imzaları noterce onaylanmış bir “Birleşme Sözleşmesi” yapmaları şart koşulmuştur. Bu sözleşmede taraflar, birleştiklerini, yeni anonim şirketin esas mukavelesini tanzim ettiklerini, bütün hisseleri taahhüt ettiklerini, mevcut şirketlerin mallarını yeni kurulan şirkete sermaye olarak koyduklarını ve yeni şirketin lüzumlu organlarını tayin ettiklerini yazmak zorundadırlar.<sup>79</sup> Ayrıca birleşen ve devrolan ortaklıkların unvanları, esas sermayeleri, her payın itibari değeri, pay tutarı, pay değiş-tokuş oranı, esas sermaye artırım tutarı ve iştigal konuları gibi önemli hususlar mutlaka Birleşme Sözleşmesi'nde yer almalıdır.<sup>80</sup>

#### 1.6.1.3.2. Malvarlıklarının Birleşmesi

Bir teşebbüsün malvarlığı, para ile ifade edilebilen aktif ve pasifinin tümüdür.<sup>81</sup> Malvarlıkları birleşirken ya da devir olunurken devralınan kurumların varlığı “kendiliğinden geçiş ilkesi gereği” taşınmazlarda tescile, taşınırlarda teslim, alacaklarda temlike, buluşlar, markalar, maden hakları gibi bazı malvarlığı parçalarında kanunlarda aranan özel devir şekillerine uyulmaksızın bir bütün olarak ve külli halefiyet yolu ile devralan kuruma geçmektedir. Malvarlığının tasfiye edilmeksizin ve bir bütün halinde bünyesinde birleşilen veya yeni kurulan oraklığa geçmesine “malvarlığının devamlılığı ilkesi” denilmektedir. Malvarlığının birleşilen

<sup>79</sup> YILMAZ A.Lerzan, “ Türk ve AT Rekabet Hukukunda Teşebbüslerin ve Bankaların Birleşme ve Devralınmaları, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.146

<sup>80</sup> POROY, TEKİNALP, ÇAMOĞLU, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 6.Basım, Beta, İstanbul, 1995, s.94-95

<sup>81</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.147

kuruma geçmesi ile birleşilen kurum malvarlıklarını devreden kurumların halefi duruma gelmektedir.<sup>82</sup>

Bir malvarlığı devredilirken, onun içinde yer alan menkullerden, gayri menkullerden ve alacaklardan her biri, genel kuralların öngördüğü teslim, tescil ve temlik gibi işlemler yapılmalıdır.<sup>83</sup> Ancak T.T.K.'nın 151. maddesine göre birleşmeye itiraz süresinin geçmesinden sonra itiraz yapılmamışsa, birleşme muamelesi kat'ileşir ve kalan (devralan) yahut yeni kurulan şirket, ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Bunların bütün hak ve borçlar, kalan (devralan) veya yeni kurulan şirkete intikal eder. (T.T.K. madde 452, 452/1).

#### 1.6.1.3.3. Tasfiyesiz İnfisah

T.T.K.'nun 439/1 maddesine göre; “şirketin diğer bir şirketle birleşmesi, bir limited şirket şekline çevrilmesi veya amme hükmi şahsı tarafından devralınması halleri hariç olmak üzere, infisah eden şirket tasfiye haline girer”. Bu hükümlerle, normal şartlar altında infisah eden şirketin tasfiyeye gireceğini ancak anonim şirketin birleşmesi veya bir kamu tüzel kişiliği tarafından devralınması halinde tasfiyeye girmeyeceği ifade edilmektedir. Bu doğrultuda T.T.K. m. 451'de devralma suretiyle ve T.T.K. madde 452'de de yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşmede tasfiyesiz infisah öngörülmüştür. Bu hükümler çerçevesinde; devralmada, devir alan ortaklık varlığını sürdürür; iltihak edenler ise malvarlıklarını bir bütün olarak devralana devrederek onun bünyesine girerler. Devreden ortaklıklar ticaret sicilinden silinerek tüzel kişiliklerini kaybeder, infisah ederler, fakat tasfiye olunmazlar. Yeni şirket kurarak birleşmede de durum aynıdır.<sup>84</sup>

#### 1.6.1.3.4. Pay Sahipliğinin Devamı

Birleşen şirketlerin malvarlıklarının birleşilen ya da devir olunan şirkete devri karşılığında, malvarlıklarını devralan şirketin hisselerinin alınması

<sup>82</sup> GÖKBEL Doğan, “Farklı Ülke Şirketleri arasındaki Birleşmelerin Türk Hukukundaki Vergisel Sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku ile Karşılaştırılması”, *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.30

<sup>83</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.147

<sup>84</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.147

gerekmektedir. Hisse yerine para alınması ya da birleşilen şirket dışında başka bir şirketin hisselerinin verilmesi durumunda birleşmeden söz edilemez. Ancak %10'a kadar bir kısma karşılık olarak para verilmesi uygun bulunmaktadır. Devir olunan şirkete verilecek payların, değişim ölçüsü ya da birimi olarak adlandırılan bir oranda yapılması gerekmektedir ama bu konuda T.T.K.'da bir hüküm bulunmamaktadır. Bu nedenle, söz konusu ölçü birleşme görüşmeleri sırasında birlikte birleşen şirketlerin malvarlıkları göz önüne alınarak yapılır. Birleşmenin sonucu olarak, malvarlığını devreden kurumların tüzel kişiliği tasfiye edilmeksizin sona ermiş olmaktadır. İşletmenin varlığının sona ermiş olduğunun kabulü için, devralan şirketten alınan hisselerin işletme bünyesinde bırakılmayıp ortaklara dağıtılması gerekmektedir.<sup>85</sup>

## 1.6.2. Vergi Kanunları

### 1.6.2.1. Kurumlar Vergisi Kanunu ( K.V.K.)

K.V.K.'da işletme birleşmeleri 36 ile 39. maddeleri arasında düzenlenmiştir. Kurumlar Vergisi Kanununun 36. maddesinde, birleşme kavramı tasfiye hükmünde sayılmıştır. Bu maddeye göre, bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden (dağılan) kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine, birleşme kârı vergiye matrah olmaktadır.<sup>86</sup>

K.V.K.'nın "Birleşme" başlığı altındaki 36. maddesinde, "bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi" denilerek, gerek yeni şirket kurma yoluyla birleşme, gerekse devir yoluyla birleşme, ayırım yapılmaksızın, "birleşme" olarak kabul edilmekteyken; K.V.K. 37. maddede, devir yoluyla birleşme, T.T.K.'da öngörülmeleyen bir koşula yani "devralan ve devralınan" kurumların tam mükellef olmaları koşuluna bağlanmıştır. Bunun nedeninin, K.V.K 39. maddenin devir yoluyla birleşmelerde kurumlar vergisinin ertelenmesine imkân tanınmasından kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.<sup>87</sup> Bunun dışında, K.V.K. ile T.T.K.

<sup>85</sup> GÖKBEL Doğan, a.g.e., s.30

<sup>86</sup> ATAMAN Ümit, a.g.e., s.298

<sup>87</sup> YAVAŞLAR BAŞARAN Funda, "Birleşen Sermaye Şirketi Ortaklarının Vergilendirilmesi", *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Basım Yayımlar Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.114-115

arasındaki bir diğerk farkta, K.V.K.'nın birleşmeyi, tasfiye hükmünde kabul etmesi ve birleşme kârının tasfiye kârı gibi hesaplanarak vergiye tabi olacağını öngörölmüş olmasıdır; oysa Türk Ticaret Kanunu, birleşmeyi tasfiyesiz infisah hali olarak kabul etmiştir.<sup>88</sup>

#### 1.6.2.1.1. Vergisiz Birleşmeler

Kurumlar Vergisi Kanununa göre, belirli koşulların yerine getirilmesi durumunda gerçekleştirilen birleşmeler “devir” olarak adlandırılmış ve birleşmeden doğan kazançlar vergi dışında bırakılmıştır.

Vergisiz birleşmelerin ilk koşulu, birleşme sonucu hukuki varlığı sona eren kurum ile birleşilen kurumun kanuni iş merkezlerinin Türkiye’de olmasıdır. Söz konusu koşul, birleşen ve birleşilen kurumun tam mükellef olmasını gerektirmektedir. Vergisiz birleşmelerde, belli koşulların yerine getirilmesi kaydıyla, devir alınan kurumun bilançosundaki değerler, yeniden değerlemeye tabi tutulmaz ve birleşen kurum bünyesinde oluşan gizli yedeklerin fiili olarak gerçekleşmediği kabul edilerek, sermaye kazancının birleşme anında ortaya çıkması önlenmiş olur. Bu vergi ertelemesinin yapılabilmesi için, birleşilen kurumun ileride her türlü kazancı itibariyle vergilendirilebilmesi gerekmektedir.

İkinci koşul, birleşme sonucu hukuki varlığı sona eren kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından kül halinde (toplucu) alınması ve aynen birleşilen kurum bilançosuna aktarılmasıdır. Bunun yapılması ile, devrolan kurumun bilançosunda yer alan aktif kıymetlerin cari değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki fark olarak herhangi bir gizli yedeğin realize edilmesi önlenmektedir. Birleşme sonucu herhangi bir sermaye kazancının ortaya çıkmasının önlenmesi için gerekli olan bu hüküm, vergi istisnası ya da vergi muafiyeti sağlamamakta, yalnızca vergilenebilir sermaye kazancının ertelenmesini sağlamaktadır. Kanun koyucu bu düzenleme ile, kurumların birbirleriyle vergisiz birleşmelerine, büyümelerine, devirlerine ve şekil değiştirmelerine olanak tanımış; hukuki varlığı sona eren kurumun değer artışlarını ve ihtiyatlarını hukuki varlığın sona ermesine rağmen vergilendirmemiştir.

<sup>88</sup> ATAMAN Ümit, a.g.e., s.298

Devir için öngörülen koşulların yerine getirilmemesi durumunda vergisiz birleşme hakkı ortadan kalkacak, devralınan kurum açısından birleşmeye ilişkin hükümler geçerli olacaktır.

#### 1.6.2.1.2. Vergili Birleşmeler

Kurumlar Vergisi Kanunu, devir niteliği taşımayan birleşmelerde, tasfiye kârı yerine birleşme kârını vergiye tabi matrah olarak kabul etmiştir. Bu durumda, vergilendirme dönemi, tasfiye dönemi yerine, birleşme dönemi olacaktır.

Birleşme döneminde ortaya çıkacak kâr üç farklı şekilde olabilir. Bunlar,

- Birleşme nedeniyle tüzel kişiliği sona eren kurumda, birleşme olayının tamamlandığı tarihe kadar devam eden ticari ve sınai faaliyetlerden;
- Birleşilen şirketten aktif kıymetlerin içerdiği gizli yedeklerin birleşme nedeniyle realize edilmesinden;
- Birleşen şirketin muhasebe kayıtlarında görülmeyen, ancak, iktisadi anlamda bir değer olan şerefiyelerin realize edilmesinden kaynaklanmaktadır.

Söz konusu kaynaklardan ortaya çıkan kârlar, birleşme dönemi sonundaki öz sermaye ile, birleşme dönemi başındaki öz sermaye arasındaki fark bulunarak vergilendirilir. Bunun için de, birleşme dönemi sonu ve birleşme dönemi başı için olmak üzere, iki ayrı bilançonun çıkartılması gerekmektedir. Birleşme dönemi başındaki öz sermaye, birleşme nedeniyle tüzel kişiliği sona eren kurumun birleşmeden önceki bilançosuna göre tespit edilen öz sermayedir. Bu bilançoda, birleşilen kuruma intikal edecek varlıklar, Vergi Usul Kanununun ( V.U.K.) iktisadi işletmelere dahil kıymetlerin değerlemesi gereken hükümlere göre “maliyet bedeli” ile değerlendirilir.<sup>89</sup> Birleşme nedeniyle, birleşen kuruma ait varlıklar, cari değerleriyle değerlemeye tabi tutulacak, bulunan değer karşılığında birleşilen şirketten pay alınacaktır. Pay değerlendirme sonucu oluşan değer, aynı zamanda birleşilen kurumdan alınan payı ifade ettiğinden, birleşme dönemi başındaki değer, bulunan bu değerden düşülerek bulunan değer birleşme kârıdır.

<sup>89</sup> “Maliyet bedeli, iktisadi bir kıymetin iktisap edilmesi veyahut değerinin artırılması münasebetiyle yapılan ödemelerle bunlara müteferri bilumum giderlerin toplamını ifade eder” (VUK m.262).



K.V.K.'nın 36. maddesinin üçüncü fıkrasında, birleşilen kurumdan alınan değerlerin V.U.K.'da yazılı esaslara göre değerlendirileceği belirtildiğinden, birleşilen kurumdan alınan pay senetleri de alış bedeli ile değerlendirilecektir. Birleşme dönemi sonunda öz sermayeyi belirleyen diğer bir değer de, alınan pay senetlerinin değeri olacaktır. Birleşilen kurumdan alınan hisse senetlerinin alış bedeli ise, birleşen kurumun birleşme dolayısıyla cari değerlerle değerlendirilmiş olan bilançosuna göre bulunacak öz sermayesidir.

Tüzel kişiliği sona eren kurumun veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya vasıtalı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine geçer (K.V.K madde 36/2). Söz konusu değerler V.U.K. hükümlerine göre değerlendirilerek birleşme kârına ayrıca eklenecektir.

### **1.6.2.1.3. Birleşmenin Birleşmeye Katılan Kurumlar Açısından Vergisel Sonuçları**

#### **1.6.2.1.3.1. Birleşen Kurum Açısından**

Vergili ve vergisiz birleşmelerde, birleşen ya da devrolan şirketlerin hukuki varlıkları sona erdiği için, birleşme tarihine kadar olan vergilenecek kazançların vergisinin ödenmesi gerekmektedir. Birleşen kurum, yukarıda ifade edilen şekilde belirlenecek birleşme kazancı üzerinden de kurumlar vergisi ödemek zorundadır. Birleşme ile, birleşen kurumun hukuki varlığının sona ermesi dolayısıyla, birleşme kârı ile ilgili vergilerin ödenmesi konusunda değişik anlayışlar söz konudur. Vergiler, birleşilen kurumdan alınan hisse senetlerinden bir kısmı satılarak ödenebilir; birleşen kurum, aktif değerlerinin bir kısmını söz konusu vergileri ödemek için birleşme dışında tutabilir ya da net aktifin hesabında, birleşme kârına isabet eden vergiler borç unsuru olarak nazara alınır. Birleşilen kurumdan vergiler kadar daha az sermaye payı alınır ve vergiler birleşilen kurumca ödenir.

Devir niteliğindeki birleşmelerde, devrolan kurumun devir tarihine kadar olan kazançları vergiye tabi tutulur. Devir nedeniyle yeniden değerlendirilmediğinden herhangi bir sermaye kazancı ortaya çıkmamakta ve vergilendirme yapılmamaktadır.



Devir halinde, birleşen kurumun birleşme tarihine kadar olan kazançlarının dışında vergilendirme yapılmaması için bazı koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu koşullar; devir beyannamesinin birleşmeyi takip eden 15 gün içinde ilgili vergi dairesine verilmesi, devir nedeniyle hukuki varlığı sona eren kuruma ait vergilerin ve vergilendirme ile ilgili görevlerin devralan kurum tarafından üstlenildiğinin taahhüt edilmesi gerekmektedir.

#### **1.6.2.1.3.2. Birleşilen Kurum Açısından**

Vergili birleşmelerde, birleşilen şirketin kendisi ile ilgili bir sermaye kazancı oluşmamasına rağmen, birleşen kurumun bilanço değerlerinin yeniden değerlendirilmesi sonucu realize olan kazançların vergisinin ödenmesi birleşilen kurumca yerine getirilir. Devir şeklinde yapılan vergisiz birleşmelerde ise, birleşilen kurum ileriki tarihlerde birleşen kurum ya da kurumlardan yeniden değerlemeye tabi tutulmadan alınan değerlerin elden çıkartılması durumunda realize olan kazançların vergisini ödemekle yükümlü olacaktır.

Ayrıca, devralan kurum devrolan kurumun geçmiş yıllarda meydana gelen ve kazancından tamamı indirilemeyen zararları vergiye tabi kazançtan indirim konusu yapabilecektir. K.V.K. 14. maddeye göre, devralan kurumlar, kurumlar vergisi beyannamelerinde her yılın zararını ayrı ayrı göstermek ve beş yıldan fazla nakletmemek koşuluyla geçmiş yılların mali bilançolarına göre meydana gelen zararlar, devrolan ve devralan kurumların aynı sektörde faaliyet göstermesi ve son beş yıla ilişkin kurumlar vergisi beyannamelerinin süresinde verilmiş olması koşuluyla devralanan kurumların, devir tarihi itibarıyla aktif toplamını geçmeyen zararları indirim konusu yapabilirler.

Vergili birleşmelerde, birleşilen şirket bünyesinde birleşen şirkete ilişkin zararların birleşilen şirkette oluşan kârlara mahsup edilmesi olanaklı değildir.

Vergili birleşmelerde, birleşen kurumun birleşilen kurumdan aldığı gayrimenkullar birleşilen kurum açısından yeni iktisap sayıldığından devir tarihinden itibaren iki yıllık sürenin dolmasından sonra gayrimenkulün satılması ve satış kârının sermayeye ilavesi durumunda birleşilen şirket bu işlemten dolayı kurumlar vergisi

istisnasından yararlanabilir.<sup>90</sup>

K.V.K.'da düzenlenen "devir"i, "vergisiz birleşme" olarak tanımlayabiliriz. Sonuçta, K.V.K.'a göre aşağıdaki durumlara göre yapılan birleşmeler devir niteliğinde olacaktır.

- Birleşme sonunda dağılan kurum ile birleşen kurumun kanuni merkezleri Türkiye'de bulunacaktır.
- Dağılan kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini devralan kurum, bütün olarak devralır ve olduğu gibi bilançosuna geçirir.
- Birleşen kurum dağılan kurumun ortaklarına, devraldığı servet oranında hisse verir.<sup>91</sup>

### 1.6.3. Gelir Vergisi Kanunu ( G.V.K. )

İşletme birleşmelerinin, G.V.K.'ı ilgilendiren kısmı, birleşme ile, birleşen kurumun ortaklarına, birleşilen ya da devralan kurumun ortaklık paylarının verilmesinden kaynaklanmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu'nda bir ya da birden fazla ticaret şirketine ait malvarlığının, içlerinden birine (devir yoluyla birleşme) ya da yeni kurulan bir şirkete (yeni şirket kurma yoluyla birleşme), tasfiye olunmaksızın, kendiliğinden ve külli halefiyet yoluyla geçmesini ifade eden birleşmede, birleşen ya da devralınan şirketler infisah etmekte, infisah eden şirketlerin ortakları ise yeni kurulan ya da devralan şirketin şirket paylarına, birleşme sözleşmesinin onaylanmasına ilişkin kararın tescili veya ilamına bağlı olarak "kendiliklerinden" sahip olmaktadır.

Birleşen şirket paylarının, gerçek kişi ortağın şahsi varlığına ait olması halinde, birleşme neticesinde ortağın elde ettiği gelirin niteliği konusunda, Türk Vergi Hukuku Doktrini'nde iki farklı görüş bulunmaktadır. Birinci görüşe göre, burada, ortaklar "menkul sermaye iradı" elde etmektedir. Bunun dayanağı olarak da K.V.K.'nın 36. maddesi gösterilmektedir. Bu maddede, birleşme, infisah eden kurum bakımından tasfiye hükmünde sayılmaktadır ve tasfiyede de ortaklara dağıtılan nominal sermaye dışındaki özvarlık unsurları "kâr dağıtımı" sayıldığından

<sup>90</sup> GÖKBEL Doğan, a.g.e., s.31-35

<sup>91</sup> <http://www.tspakb.org.tr>

vergilendirilmektedir. Bu nedene dayanarak, birleşen şirket ortakları da, birleşme nedeniyle devredilen yedek akçeler ve diğer birleşme kârlarını kapsayacak şekilde, başka bir kurumun pay senedini alarak kâr elde etmektedirler. Birleşen kurumun malvarlığı yeni bir değerlemeye tabi olup, bu şekilde tespit edilen değer artışı kurumlar vergisine tabi olduğu için, “birleşen kurum ortaklarına verilen yeni hisse senetlerinin değerlerinin, birleşen kurumun nominal sermayesine isabet eden dışında kalan kısmının, kendileri yönünden menkul sermaye iradı sayılarak vergilendirilmesi gerekliliği doğar” görüşü vardır.<sup>92</sup>

İkinci görüş ise, ortakların elde ettiği gelirin “değer artış kazancı” olduğu ve buna göre vergilendirilmesi gerektiği yönündedir. Buna dayanak olarak da G.V.K. mükerrer 80. maddeyi göstermektedirler. Birleşme nedeniyle, birleşen kurumun ortakları sahip oldukları hisse senetlerini birleşilen kurumun hisse senetleri karşılığında elden çıkartmaktadır. G.V.K.’nın 80/1. maddesine göre “ivazsız olarak iktisap edilenler, Türkiye’de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören üç aydan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri ile tam mükellef kurumlara ait olan ve bir yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin elden çıkartılmasından sağlanan kazançlar ile G.V.K.’nın 80/4. maddesine göre ortaklık haklarının elden çıkartılmasından doğan kazançlar değer artış kazancı olarak vergiye tabi tutulacağı” ifade edilmiştir.

Burada, hisse senetlerinin başka hisse senetleri ile takası söz konusu olduğundan, gerçekte kazanç elde edilip edilmediğinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Hisse senedi sahipleri hisselerinin karşılığında yeni hisseler elde etmekte, ancak nakit bir kazançları söz konusu olmamaktadır. Hisse senedi sahipleri almış oldukları hisse senetlerini daha sonra elden çıkarmaları durumunda yani kazanç elde ettiklerinde vergilendirilmelidirler.

#### **1.6.4. Katma Değer Vergisi ( K.D.V.K. )**

K.D.V.K.’nın 17/4 maddesinde, devir koşullarını taşıyan birleşmelerde katma değer vergisi istisnası tanınmıştır. Böyle bir ayırım yapılmış olması vergili birleşmelerin katma değer vergisine tabi olduğunu da göstermektedir.

<sup>92</sup> YAVAŞLAR BAŞARAN Funda, a.g.e., s.116

Vergili birleşmelerde katma değer vergisinin matrahı konusunda iki görüş ileri sürülmektedir. Birinci görüşe göre, birleşme halinde katma değer vergisi matrahı, birleşilen kuruma intikal eden malların emsal bedelleridir. İkinci görüşe göre ise, birleşme halinde katma değer vergisi matrahı, birleşen kurumun öz sermayesidir. Ancak bu görüş, katma değer vergisinin yapısı ile çelişmekte ve öz sermaye görüşüne uygun vergilendirmede, birleşilen kurumun ödediği vergi indirim konusu yapılamamaktadır. Bunun nedeni, Katma Değer Vergisi Kanununun 30/a maddesinde, “vergiye tabi olmayan vergiden istisna edilmiş bulunan malların teslimi ve hizmet ifası ile ilgili alış vesikalarında gösterilen veya bu mal ve hizmetlerin maliyetleri içerisinde yer alan katma değer vergisinin vergiye tabi işlemler üzerinden hesaplanan katma değer vergisinden indirilemeyeceği” hükmünün olmasıdır.<sup>93</sup>

#### 1.6.5. Bankalar Kanunu

Banka birleşmeleri, sebepleri ve sonuçları açısından diğer işletmelere göre bazı farklılıklar taşımaktadır ve özel kanuni düzenlemelere tabi tutulmaktadır. Bunun sebebi ise, bir bankanın yükümlülüklerini yerine getiremeyecek olmasının tüm finans piyasasını, bankanın mudilerini ve genel olarak alacaklılarını ve dolaylı olarak da reel sektörü etkileyecek kadar önemli olmasından kaynaklanmaktadır.<sup>94</sup>

4389 sayılı Bankalar Kanununun 18. maddesine göre; “Bankaların bu madde hükümlerine göre birleşme ve devirlerinde 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile devir veya birleşmeye konu bankaların toplam aktiflerinin sektör içindeki paylarının yüzde yirmiyi geçmemesi kaydıyla 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un 7, 10 ve 11. madde hükümleri uygulanmaz” hükmü bulunmaktadır.

Kanun’un 18. maddesine göre, banka birleşme ve devralmalarında Türk Ticaret Kanunu’nun birleşme ve devralmaya ilişkin T.T.K’nın 146-151 maddeleri ve 451-454 hükümleri uygulanmayacak, onun yerine B.D.D.K.’nın (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) çıkaracağı bir Yönetmelik uygulanacaktır. Ayrıca Türkiye’de faaliyette bulunan bankalardan birinin diğer bir veya birkaç bankayla birleşmesi veya bütün borç, alacak ve mevduatını Türkiye’de faaliyette

<sup>93</sup> GÖKBEL Doğan, a.g.e., s.36

<sup>94</sup> UĞUR Arif, “Banka Birleşmeleri”, Vergi Sorunları, Şubat 2000, sayı:137, s.119

bulunan diğ er bir bankaya devretmesi Kurum'un iznine bağlıdır. İzin tarihinden itibaren üç ay içinde ilgili bankaların yetkili organlarınca karar alınarak (Yönetim Kurulu ve Genel Kurul Kararları) devir ve birleşme işlemlerine geçilmediğı takdirde verilen izin geçerliliğini yitirir.

Bankalar Kanunu'nun 18. maddesi ayrıca 4054 sayılı R.K.H.K.'nun uygulanmasına da bir sınırlama getirmiştir. Birleşmeye ve devre konu bankaların toplam aktiflerinin sektör içindeki paylarının yüzde yirmiyi geçmesi halinde ancak R.K.H.K. 7, 10, 11. maddeleri uygulanabilecektir.

B.D.D.K., 27.06.2001 tarihinde 24445 sayılı Resmi Gazete'de ,“Bankaların Birleşme ve Devirleri Hakkında Yönetmelik”i yayınlamıştır.<sup>95</sup> Bu yönetmelik, 5 bölüm ve 23 maddeden oluşmaktadır.<sup>96</sup> Yönetmelik; ilk olarak, birleşme ve devir kavramlarını tanımlamakta, birleşmeden önce alınması gerekli izin ve birleşme ve devralma prosedürünü göstermektedir. Yönetmeliğin getirdiğı en önemli yeni düzenleme, banka birleşme ve devirlerinde Kurum'un iznini alma mecburiyetidir. Bu izin için Kurum'a verilecek başvuru dilekçesine, birleşme ve devirden beklenen sonuçları analiz eden detaylı fizibilite raporu ve birleşme veya devirden itibaren üç yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini bilanço ile kâr/zarar cetvelleri eklenmek zorundadır. Kurum, tüm bu bilgi ve belgelerin ışığında birleşme veya devralmaya izin verip vermeyeceğine karar verecektir.<sup>97</sup>

## **1.6.6. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ( R.K.H.K )**

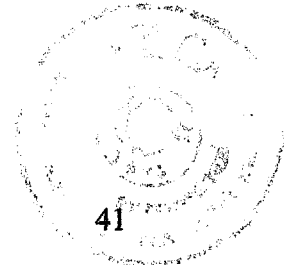
### **1.6.6.1. Kanunun Amacı ve Kapsamı**

Bazı şirket evlilikleri piyasada rekabet ortamını bozacak nitelikte çok güçlü işletmelerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, hangi tür birleşme ve devralmaların ekonomik etkinliği artırdığının, hangilerinin rekabeti önemli ölçüde sınırladığının belirlenmesi gereğı birleşme ve devralmaların kontrolünü zorunlu kılmaktadır. Hakim durum yaratan ya da pazarda hakim durumda olan bir işletmenin

<sup>95</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.163

<sup>96</sup> <http://www.bddk.org.tr>

<sup>97</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.164





bu konumunu güçlendiren türde birleşme, devralma ve ortak girişimlerin Rekabet Kanununca yasaklanması da bu amaca yönelik bir düzenlemedir. Hakim durumda olan bir işletme, rakiplerinin baskısından uzak bir şekilde ürettiği mal ve hizmetleri maliyetinin çok üstünde fiyatlarla satma imkanına sahip olabilmektedir. Toplumsal refah bu durumda yalnızca yüksek fiyatlardan dolayı değil, ürün çeşitlerinin sınırlanması, yeni ve daha kaliteli ürünlerin geliştirilememesi nedeniyle de azalmaktadır. Birleşme ve devralmaların kontrolü yoluyla bu tür piyasa yapılarının oluşmasını engellemek Rekabet Kurumu'nun temel işlevlerinden biridir.

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un (R.K.H.K.) 7. maddesinde birleşme ve devralmalar düzenlenmiştir. Bu maddeye göre, "bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır" denilmektedir.<sup>98</sup>

#### **1.6.6.2. Birleşme ve Devralmalar**

4054 sayılı R.K.H.K.'nin 7. maddesinin son fıkrasına göre; Kurul çıkaracağı Tebliğ'ler yoluyla hangi tür birleşme ve devralmaların izne tabi olduğunu belirler.

Kurul, 1997/1 No'lu Tebliğ'in 2. maddesinde hangi tür birleşme ve devralmalar için Rekabet Kurulu'ndan izin alınmasını gerektiğini göstermiştir:

- Bağımsız iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi,
- Herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün malvarlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi,
- Amaçlarını gerçekleştirmek üzere işgücü ve malvarlığına sahip olacak şekilde bağımsız bir iktisadî varlık olarak ortaya çıkan ve taraflar arasındaki veya taraflarla

<sup>98</sup> <http://www.rekabet.gov.tr>

ortak girişim arasındaki rekabeti sınırlayıcı amacı veya etkisi olmayan ortak girişimler (Joint-Venture) kurulması halinde Rekabet Kurulu'ndan izin alınması gerekir.<sup>99</sup>

Tebliğ'den de anlaşıldığı üzere, Kurul, birbirine bağımlı şirketlerin birleşmesini göz önünde bulundurmamıştır ve bu durumda, birbirine bağımlı şirketlerin birleşmesi halinde Kurul'dan izin alma zorunluluklarının olmadığı sonucunu ortaya çıkmaktadır.<sup>100</sup>

Adı geçen Tebliğ'in 4. maddesi "İzne Bağlı Birleşme ve Devralmalar"ı düzenlemektedir. Bu maddenin hareket noktası birleşmeden sonraki pazar payı ve cironun büyüklüğüne bağlanmıştır.

- Bir veya birden fazla teşebbüsün, ülkenin tümünde yahut belirli bir coğrafi pazarda belirli bir mal veya hizmet piyasasında rekabetin kısıtlanması sonucunu doğuracak birleşmelerini,
- Herhangi bir kişi veya teşebbüsün bir başka teşebbüsün malvarlığını, ortaklık paylarının bir kısmını veya tümünü, ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları miras yoluyla iktisap hariç hakimiyet yaratmak veya hakim durumu güçlendirmek maksadıyla devralmasını yasaklamıştır.

Kanun Koyucu, bu hükümlerle belirli bir mal veya hizmet piyasasında, bu piyasa ister ülke çapında olsun, ister belirli bir coğrafi bölge içinde sınırlı kalsın, işletmelerin birleşerek hakim duruma gelmelerini, dolayısıyla rekabetin kısıtlanmasını engellemek istemektedir. Bu sebeple bu tür birleşmeleri yasaklamıştır. Kanun Koyucu aynı hükmün son kısmında ise, bir teşebbüsün bir başka teşebbüsün malvarlığını, hisselerinin bir kısmını ya da tümünü devralarak piyasada hakim duruma gelmesini engellemek istemektedir. Bu sebeple bu maksadı güden devralmaları yasaklama yoluna gitmiştir. Ayrıca aynı hükümde, bir teşebbüsün piyasada hakimiyet yaratmak veya hakim durumunu güçlendirmek maksadıyla bir başka teşebbüsün yönetiminde hak sahibi olma yolunu açan devirler de yasaklanmıştır.

1997/1 No'lu Tebliğ'in 4.maddesine göre; bu Tebliğ'in 2.maddesinde gösterilen şekilde birleşme ve devralmayı gerçekleştiren teşebbüsler, ülkenin tamamında veya bir bölümünde, ilgili ürün piyasasında, toplam pazar payları,

<sup>99</sup> <http://www.rekabet.gov.tr>

<sup>100</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.150



piyasanın %25'ini aşması halinde veya bu oranı aşmasa bile toplam cironun 10 trilyon Türk Lirasını aşması halinde Rekabet Kurulu'ndan izin almaları zorunludur.

Daha sonradan Kurul' un 1998/2 no'lu Tebliğ'i ile bu dördüncü maddede yer alan 10 trilyonluk ciro sınırı 25 trilyona çıkarılmıştır. <sup>101</sup>

İşletme birleşmelerinin hukuksal yönüne baktığımızda, ülkemizdeki mevzuatın yeterli olmadığı anlaşılmaktadır. Son yıllarda, ülkemizde artış gösteren işletme birleşmelerinin, önümüzdeki yıllarda da devam edeceği düşünüldüğünde, bu konuyla ilgili yasal düzenlemelerin yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.



---

<sup>101</sup> YILMAZ A.Lerzan, a.g.e., s.148-149

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2.İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL AÇIDAN İNCELENMESİ VE BİRLEŞMENİN SONUÇLARI

#### 2.1. BİRLEŞMEYE ADAY İŞLETMENİN FİNANSAL ANALİZİ

##### 2.1.1.İşletme Değerini Etkileyen Faktörler

M&A'larda üzerinde en çok durulan konu "işletme değerinin belirlenmesi" olmaktadır. Bunun nedeni ise, yapılacak olan bir hatanın uzun yıllar etkisini sürdürmesi ve maliyetinin de yüksek olmasıdır.

İşletme değerini belirleyen faktörlere geçmeden, "değer" kavramının ne olduğunun açıklanması gerekmektedir.

Değer; herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır.<sup>102</sup> Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır.<sup>103</sup> Bu tanımlardan, değer iki yönü olduğu görülmektedir. Bunlardan biri kullanım değeri, diğeri ise değişim değeridir. Bir mal ya da hizmetin kullanım değeri, o mal ya da hizmeti kullanana sağlayacağı faydaya, tatmine, mutluluğa bağlıdır. Birleşme ve satın almalarda sözü edilen değer değişim değeridir.<sup>104</sup> Değerlemeden sonraki aşamanın konusu olan fiyat ise, bir mal veya hizmetin para ile ifadesidir. Mal ve hizmetlerin bir birimi ile değiştirilebilen para, mal veya üretim faktörü miktarı olarak belirtilebilir. Modern piyasa ekonomilerinde ise, fiyatlar para ile ifade edilmektedir.<sup>105</sup> Değer ile fiyat kavramları arasında da farklılık vardır. Fiyat, her zaman o mal ya da hizmetin değerini ifade etmeyebilmektedir. Birleşme ya da satın almalarda da işletmenin değeri ile o işletme için ödenecek fiyat arasında önemli farklılıklar olabilmektedir.<sup>106</sup>

<sup>102</sup> AKYÜZ Müfit, ERTEL Nesrin, *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Dünya Yayınları, 3. Baskı, İstanbul 1990, s.64-65.

<sup>103</sup> YAZICI Kuddisi, *Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri*, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, Ağustos 1997,s.1

<sup>104</sup> AYDIN Nurhan, *a.g.e.*,s.194

<sup>105</sup> SEYİDOĞLU Halil, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s.141

<sup>106</sup> AYDIN Nurhan, *a.g.e.*, s.194

Şirket değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir.<sup>107</sup>

Birleşme ve satın almalarda, işletmelerin doğru değerinin belirlenmesi yanında ödenecek fiyatın da bu değere uygun olmasına çalışılması, birleşmenin başarısı açısından son derece önemlidir.<sup>108</sup>

Değerleme için genel kabul görmüş formüllerin olmaması, subjektif değerlendirme yapılmasına neden olabilmektedir. Firma değerinin zamana ve mekana göre değişmesinin yanında, değerlendirme amaçlarının ve firmaların özelliklerinin birbirinden farklı olması değerlemeyi karmaşıktırmakta ve zorlaştırmaktadır.

İşletme değerini etkileyen başlıca faktörler şöyle sıralanabilir:

- Firmanın faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
- Şirketin faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- Firmanın büyüklüğü,
- Firmanın faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
- Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Kullanılan teknoloji,
- Firmanın şerefliyesi,
- Firmanın kuruluş yeri,
- Firmanın geçmişi,
- Firmanın sermaye yapısı; sermayede kamu ve özel sektör payları,
- Firmanın likidite durumu,
- Firmanın dikey bütünleşme derecesi,
- Firmanın geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- Firmanın geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtılabilme kapasitesi,
- Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,

<sup>107</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e.,s.3

<sup>108</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.194

<sup>108</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.195

- Yatırımların ekonomik ömrü,
- Yatırımların hurda değeri,
- Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
- Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri,
- Hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı,
- Tekel haklarının gelecekteki durumu.<sup>109</sup>

Bir işletmeyi değerlendirme, değerlendirme yapanın hem muhasebe hem de ekonomik bilgi birikimine bağlıdır. İşletmenin satışlarındaki, pazar payındaki gelişmeler; makro ekonomik koşulların, işletmenin içinde yer aldığı sektörün analiz edilmesine bağlı olarak değerlendirilecektir. Bir işletmenin değeri, değerlendirme amacına ve değerlendirme yapacakların uzmanlıklarına ve kullanılan değerlendirme yöntemlerine bağlı olarak değişecektir.<sup>110</sup>

### 2.1.2. İşletme Değerinin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

Birleşme sırasında en önemli konulardan birinin, birleşecek firmaların değerlerinin belirlenmesi olduğunu belirtmiştik. Değerleme için çok sayıda yöntem kullanılmaktadır. Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın önemli olan doğruya en yakın firma değerinin belirlenmesidir.

Dünyada değerlendirme ile ilgili olarak yapılan uygulamalarda “İndirgenmiş Nakit Akımları” yönteminin en çok kullanılan yöntem olduğu görülmektedir. 199 ABD ve 8 Avrupa firması arasında yapılan bir araştırmaya göre, değerlemelerin yüzde 75’inde bu yöntem kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemi (Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Nakit Akım yöntemleri) ise en çok kullanılan ikinci yöntem olmuştur.<sup>111</sup>

Türkiye’de ise, 4046 Sayılı Özelleştirme Kanununun 18/B maddesinde ise değer tespitinde kullanılacak yöntemler olarak; indirgenmiş nakit akımları yöntemi, defter değeri, net aktif değeri, amortize edilmiş yenileme değeri, tasfiye değeri,

<sup>109</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e.,s.4

<sup>110</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.195

<sup>111</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e.s.8

fiyat/kazanç oranı, piyasa kapitalizasyon değeri, piyasa değeri/defter değeri, ekspertiz değeri, fiyat/nakit akım oranı; firma değeri tespit yöntemleri olarak belirlenmiştir.

Yine bu Kanuna göre bu on bir değerlendirme yönteminden en az üçünün kullanılmasıyla değer tespitinin yapılacağı belirtilmektedir. Böylelikle işletme değerinin günün ekonomik koşulları dikkate alınarak uygun yöntemin seçilebilme olanağı sağlanmış olacaktır.

Türkiye’de özelleştirme uygulamalarında en çok kullanılan yöntemlerin başında da diğer ülkelerdeki gibi indirgenmiş nakit akışları yöntemi gelmektedir. Daha sonra sırasıyla, emsal değeri, net aktif değeri, fiyat/gelir oranı, defter değeri, piyasa fiyatı/defter değeri, tasfiye değeri gelmektedir.<sup>112</sup>

Aşağıda işletme birleşmelerinde en çok kullanılan değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır.

#### 2.1.2.1. Defter Değeri ( Bilanço Değeri)

Bir işletmenin defter değeri, işletmenin özsermayesinin bilanço değeri ile değerlendirilmesidir. Bu durumda defter değeri aşağıdaki şekilde ifade edilir.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Borçlar}$$

Yukarıdaki eşitlikten anlaşıldığı gibi, defter değeri özsermayeye eşittir. Defter değeri aynı zamanda “net defter değeri” (net book value), “net değer” (net worth) gibi isimler alabilir.

Defter değeri, firmanın tarihi verileri üzerine kurulmuş olup; firmanın geleceği ile ilgili pek az bilgi vermektedir.<sup>113</sup>

Bir işletmenin bilançosundan hareketle, maddi varlıklarının değerleri kullanılarak o işletmenin defter değeri bulunabilir. Ancak maddi olmayan varlıkları bu şekilde hesaplamak mümkün değildir. İşletmenin değeri belirlenirken defter değerinin kullanılması sınırlı durumlar dışında pek anlamlı değildir. Çünkü cari değerleriyle defter değerleri arasındaki ilişki çoğu zaman zayıftır.<sup>114</sup> Bunun sebebini de aktiflerin işletmeye alındığı tarihten itibaren değer artışının (özellikle enflasyonun

<sup>112</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.206-208

<sup>113</sup> KOÇ Özlem, *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, SPK Yayın No:118, Nurol Matbaacılık San.ve Tic.A.Ş., Mayıs, 1998, s.5

<sup>114</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.197

yüksek olduğu durumlarda) hesaba katılmaması ve söz konusu varlıkların amortismanlarının dikkate alınmamasından kaynaklanmaktadır.

Bununla birlikte, bankalar gibi, varlıklarının önemli bir bölümü parasal varlıklardan oluşan finansal kurumların defter değeri büyük önem taşımaktadır. Bu kurumlarla ilgili, birçok kanuni düzenleme defter değeri üzerine kurulmuştur.<sup>115</sup> Bunun sebebi de bu tür işletmelerin varlıklarının çok büyük bir bölümü nakit ya da nakit benzeri varlıklardan oluştuğu için defter değerleri cari değerlerine yakın olmasıdır.

Bunun dışında, hisse senetlerinin defter değeri, özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir ve çoğunlukla hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Öz sermaye; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve karşılıklar toplamından oluşur. Defter değerine, öz sermaye değeri de denilmektedir.<sup>116</sup>

Bununla birlikte, eğer birleşme ve satın almaların amacı diğer işletmenin varlıklarını elde etmek ise defter değerini kullanmak uygun olabilmektedir.

Defter değerinin maddi olmayan varlıkları dikkate almamasından doğan eksikliği bu varlıkların da değere dahil edilmesiyle bir ölçüde giderilmeye çalışılmaktadır. Defter değerinden hareketle bulunan bu değere “düzeltilmiş defter değeri” denilir.<sup>117</sup>

### **2.1.2.2.Yeniden Yapma Değeri**

Bu yöntemde, bir varlığın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir varlığı elde etmenin maliyeti dikkate alınmaktadır. Başka bir deyişle, kurulu bir tesisin yeni baştan yapılması için katlanılacak maliyetlerin toplamıdır. Yeniden yapma ile yenileme değeri arasındaki fark, yenileme değerinde söz konusu varlık için kapasite veya verim açısından özdeşlik söz konusu iken, yeniden yapma değerinde fiziksel özelliklerin benzer olması söz konusudur. Bu yöntem, satış

<sup>115</sup> KOÇ Özlem, a.g.e, s.81

<sup>116</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.46

<sup>117</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.197

fiyatları devlet tarafından belirlenen elektrik ve su dağıtım gibi işletmelerde firma değerinin tespitinde genelde dikkate alınan bir yöntemdir.<sup>118</sup>

### 2.1.2.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, işletmenin varlıklarının satışından beklenen net gelirdir. Söz konusu değere, bütün vergi ve harcamalar çıkarıldıktan sonra ulaşılmaktadır.<sup>119</sup>

Bu değere, likidasyon değeri de denilmektedir.

Tasfiye değerini, defter değerinden farklı kılan en önemli etken, varlıkların cari piyasa değerinin, tarihi maliyetlerden çok farklı olmasıdır. Bu farklılık enflasyona bağlı fiyat artışı nedeniyle, özellikle maddi duran varlıkların, iştiraklerin ve stokların değer kazanmış olmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan alacakların tahsilinde yaşanan problemler, maddi olmayan değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamaları veya kayıtlı değerlerine kıyasla çok daha düşük bir paraya çevrilme değerine sahip olmaları nedeniyle firmanın tasfiye değeri üzerinde azaltıcı bir etkisi olmaktadır.<sup>120</sup>

Şirketin tasfiye değeri, o şirketin piyasa değeri için alt sınırı oluşturacaktır.<sup>121</sup>

Birleşme ve satın almalarda genellikle tasfiye değerinin önemli bir rolü olmamaktadır. Az karşılaşılmakla birlikte, işleyen bir teşebbüs olarak işletmenin piyasa değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumlarında önemli olabilmektedir. Böyle durumlarda tasfiye değerinin birleşme koşullarını etkilemesi doğaldır.<sup>122</sup>

### 2.1.2.4. Net Aktif Değer

Net aktif değerlemesi, kısaca bir şirketin aktif (varlık) ve pasiflerinin (borç) piyasa değerlerinin bulunarak şirket değerinin ve/veya hisse senetlerinin toplam değerinin bulunması anlamına gelir.<sup>123</sup> Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlere, yapılan giderlerin çıkarılması

<sup>118</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e, s.54

<sup>119</sup> KOÇ Özlem, a.g.e., s.82

<sup>120</sup> AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s:879

<sup>121</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.53

<sup>122</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.198

<sup>123</sup> <http://www.tspakb.org.tr>.



ile bulunan net tutar, net aktif değer olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir. Özetle, net aktif değeri, firmanın aktiflerinin tasfiye değeri toplamından borçların çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir.

Bu yöntemi savunanlar, “bir işletmeyi satın alanlar, gelecekteki kazançları satın almıyor; önceki yıllar kazançlarının gelecekte de olacağını garantisini kimse veremez” demektedirler. Bu nedenle varlıkların net aktif değerlerinin önemli olduğu ve değerlemede bu değer dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir.

Net aktif değer yöntemi ile İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi arasındaki fark şirketin şerefyesidir (goodwill). Firmanın işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığı için net aktif değer yöntemi, kârlı firmalar için düşük değer tespitine neden olabilir. Net aktif değer, fırsat maliyetlerini gözönüne alan bir yöntemdir. Yani fırsat maliyeti, varlıkların elde tutulmayıp normal koşullar altında satılmaları halinde elde edilecek gelirden yapılan masrafların çıkarılması ile bulunan net tutardır. Ayrıca net aktif değer tespiti yapılırken, bazı malların değerinin tespitinin çok güç olduğu görülmektedir. Örneğin, işletmenin sahip olduğu özel, pahalı ve uzmanlık gerektiren makina ve teçhizatın başka hiç bir kişi ve kurumda bulunmaması durumunda, bu varlıkların piyasa fiyatı olmayacağından değerinin tespiti de subjektif olarak yapılacaktır.<sup>124</sup>

Anlaşılması oldukça kolay ve objektif bir yöntem olan net aktif değerlemesi, aktif veya pasif kalemlerinin piyasa değeri olarak kullanılabilir. Borsa değeri gibi objektif kriterlerin bulunmadığı durumlarda, subjektif bir yöntem haline dönüşebilir.<sup>125</sup>

#### **2.1.2.5. İşleyen Teşebbüs Değeri**

Faaliyetlerine devam eden şirketin değeri onun varlıklarının dışında işleyişini de kapsayacaktır. İşleyen teşebbüs değeri (Going-Concern-Value), işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde hesaplanan değerdir. Yaşayan bir şirketin değeri,

<sup>124</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.48-53

<sup>125</sup> <http://www.tspakb.org.tr>.

sinerji etkisi ile parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında işletmenin potansiyel kazançları dikkate alınacaktır.

Defter değerinde, organizasyon sermayesi dikkate alınmamaktadır. Organizasyon sermayesi; işçi, müşteri, satıcılar ve yöneticilerin toplam olarak birbirini tanımaları ve ahenkli çalışmaları sonucu oluşan değerdir. İşleyen teşebbüs değeri, organizasyon sermayesi nedeniyle defter değerinden yüksek olmaktadır. Aradaki fark şerefiye/peştemallik olarak adlandırılmaktadır.

**Şerefiye:**

- İşletmeyle ilgili sosyal, psikolojik ve ekonomik faktörlerin para cinsinden ifadesidir,
- Gelecekte elde edilmesi beklenen fazla kârların bugünkü değeridir,
- İşletmenin bir bütün olarak değerinin tek tek varlıkların değerinden yüksek olmasıdır.

Şerefiye dikkate alınarak firma değeri şöyle yazılabilir;

$$FD= AD+G$$

FD: İşleyen firmanın değeri,

AD: Net aktif toplamı,

G: Şerefiye.

**Şerefiyeyi etkileyen unsurlar ise şunlardır:**

- Kuruluş yeri seçimindeki uygunluk,
- Yönetim kadrosunun kalitesi, yöneticiler ile personelin uyumlu çalışması,
- Mal ve hizmetlerin kalitesi, firma kalitesi,
- İyi organizasyon yapısının olması ve satıcılar, dağıtıcılar ve tamirciler arasında iyi bir bilgi ağının kurulmuş olması,
- Verimli çalışma ortamının olması,
- Tekel avantajlarının olması,
- Müşterilerin işletmeye verdikleri değer,

- Üretim safhası sırlarının varlığı,
- İşçi-işveren uyumu,
- Uluslararası ilişkilerin iyi olması,
- Potansiyel karların ve yeni yatırım olanaklarının olması.

Ayrıca, firmanın kontrolü kendilerine geçtiğinde, gelecekteki nakit akımlarının artacağını düşünen yatırımcılar da, firma yönetimini ele geçirmek için kontrol hisselerine daha fazla bedel ödemeyi kabul edeceklerdir.

Tasfiye değeri, işletmenin piyasa değerini belirlemede alt sınırı oluştururken, işletmenin işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır.<sup>126</sup>

#### 2.1.2.6. Pazar Değeri

“Piyasa Değeri” olarak da bilinen bu değer, hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa değeri ile hisse adedinin çarpımıyla bulunan değer olarak tanımlanmaktadır. Hisselerin piyasa değeri ise, menkul kıymet borsalarında, istekli alıcı ve istekli satıcı tarafından arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Tarafların, baskı altında olmadan firma hisse senedi hakkında tüm gerçekleri bildikleri varsayılır.<sup>127</sup>

İşletme birleşmeleri söz konusu olduğunda, pazar değeri birleşmek amacıyla tarafların üzerinde anlaşmaya vardıkları değer olarak düşünülebilir. Bununla birlikte, işletmelerin bir bütün olarak alınıp satılmaları alışılmış bir durum olmadığından işletmelerin pazar değeri, genellikle, hisse senetlerinin pazar değerleriyle ölçülür. Bir işletmenin hisse senetlerinin pazar değeri pazar koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Pazar değeri, işletmenin etkinliğinde bir değişme olmadan da, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklikler gösterebilir. Başka bir deyişle, pazar koşulları bir hisse senedinin pazar değerini gerçek değerinin üzerine çıkarabileceği gibi altına da düşürebilir. Teorik olarak, uzun dönemde, pazar değerinin gerçek değere yaklaşacağı düşünülür.

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

<sup>126</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e, s.53

<sup>127</sup> KOÇ Özlem, a.g.e., s.83

- İşletmenin hisse senetlerinin büyük bir kısmının pazarda işlem görmemesi söz konusu ise bu hisse senetleri için oluşan değer, işletmenin gerçek değerini gösteremeyecektir.
- Birleşme olasılığı nedeniyle hisse senetleri fiyatlar etkilenmektedir.<sup>128</sup> Yapılan bir araştırmada, ele geçirme ve devralma yoluyla birleşecek olan işletmelerin, birleşme öncesindeki hisse senedi fiyatlarının, belirgin bir artış gösterdiği belirtilmiştir ve böylece normal olmayan karlar elde edilmiştir.<sup>129</sup> Dolayısıyla, birleşmelerde aday işletmenin gerçek, doğru değeri araştırıldığında, bu tür fiyat dalgalanmaları nedeniyle hisse senetlerinin pazar değerinden faydalanma oldukça güçleşmektedir.
- Önemli bir durum da birleşilecek işletmelerin hisse senetlerinin kote edilip edilmemiş olması ve ülkedeki sermaye pazarlarının etkin olup olmamasıdır. Sermaye pazarlarının etkin olduğu durumlarda bir işletmenin hisse senetlerinin değeri, mevcut varlıklarını ve gelecekteki yatırım fırsatlarını değerlendirmede yönetimin yeteneğini yansıtacaktır. Dolayısıyla, etkin bir pazarın olmaması durumlarında hisse senetlerinin pazar fiyatları işletmenin gerçek değerinden daha çok uzaklaşacaktır. Bununla birlikte, genellikle, hisse senetleri pazarda büyük oranda işlem gören işletmelerin değerlendirilmesinde pazar fiyatının temel alınması gerçekçi bir yaklaşımdır.
- Bir işletmenin hisse senetleri, o işletmenin gerçek değerini yansıtırsa bile, aşağıda belirtilen durumlarda, birleşmelerde belirlenen değer, işletmenin cari değerinden farklı olabilir.

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

- Birleşmek isteyen işletme, aday işletmenin cari değerinden çok, varlığını devam ettirecek olan işletmeye yapacağı katkılarla ilgilenecek, daha yüksek fiyat ödemeyi isteyebilir. Böylece satın alınacak ya da birleşilecek işletme, genel pazarda oluşan değerinden daha fazla değerlendirilmiş olacaktır.
- Birleşmek isteyen işletme, diğer işletmeyi birleşmeye teşvik etmek için daha yüksek fiyat teklif edebilir.

<sup>128</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.198

<sup>129</sup> ÖZTÜRK Ceyda, "Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi", Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.272

- Hisse senetlerinin büyük bir kısmının nispeten az sayıda kişilerin -özellikle kurucu aile üyelerinin- elinde bulunan işletmeleri, birleşmeye ya da satın almaya özendirilmek için işletmenin pazar değerinden çok daha fazlasını önermek gerekebilir.<sup>130</sup>

#### **2.1.2.7. Emsal Değeri**

Emsal değer (benzer alım satımlar); gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değerdir.<sup>131</sup> Değerlenecek varlığın benzeri bir varlık piyasada alınıp satılıyorsa, piyasada oluşan değerden hareketle değer tespiti yapılabilecektir.

Firma değerlemesinde ise, aynı sektörde benzer faaliyetlerde bulunan, firma yapıları birbirine benzeyen ve daha önce alım satımı yapılmış olan firmalar için bir kriterin belirlenmesi ile firma değerinin tespiti yapılabilir.<sup>132</sup>

#### **2.1.2.8. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi**

Daha önceden de belirttiğimiz gibi, işletme birleşme ve satın almada, dünyada ve Türkiye’de en çok kullanılan bu yöntem, “Net Bugünkü Değer Yöntemi” de denilmektedir. Diğer değerlendirme yöntemleri, işletmenin cari ya da geçmiş performansına, iskonto edilmiş nakit akışları ise işletmenin gelecekteki performansına dayalıdır. Bu nedenle iskonto edilmiş nakit akışları yöntemiyle işletmenin daha doğru değeri belirlenebilecektir.

Birleşme ya da satın almalar sonuç itibarıyla bir yatırım kararı olmakla birlikte diğer yatırımlara göre daha karmaşık ve daha risklidir. Tipik bir yatırımın riski işletmenin mevcut yatırımlarının riskine benzerlik gösterir. Oysa birleşme ve satın almalarda, satın alınan ya da birleştirilen varlıkların yanında, işletmenin borçları, yöneticilerin ve diğer personelin özellikleri, müşterileri, kurum kültürü gibi faktörler de değerlemede dikkate alınması gerekmektedir.<sup>133</sup>

<sup>130</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.198-199

<sup>131</sup> SEYİDOĞLU Halil, a.g.e., s.223-224

<sup>132</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e, s.58

<sup>133</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.:200

Bu yöntemle göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır. İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır.

İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Buna göre,

$$\text{İNA} = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

Formüldeki;

$A_t$ : t'inci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir),

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir. Bu oran, yatırımdan beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir.

Nakit akımlarının net bugünkü değeri yönteminde firmanın değerini belirleyen değişkenler üç ana başlık altında toplanabilir;

#### 2.1.2.8.1.Nakit Akışlarının Belirlenmesi

Nakit akışlarının tahmin edilmesi İNA yönteminin en önemli bölümünü oluşturur.<sup>134</sup>

Net nakit akımı ( $A_t$ ) ise şu formül ile gösterilebilir:

$$A_t = (G - I - \dot{C} - F - D)(1 - V) + D$$

G: Hurda değer son yıla gelir kaydedilmek üzere gelirler,

I: Yatırım tutarı,

$\dot{C}$ : Amortisman ve faiz hariç işletme giderleri,

<sup>134</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.28

F: Faiz,

D: Amortismanlar,

V: Kurumlar vergisi oranı.<sup>135</sup>

Gelecekteki nakit akışları, işletmelerin geçmişteki faaliyet sonuçları ve mali tabloları dikkate alınarak hazırlanan proforma tabloları yardımıyla belirlenir. Serbest nakit akışları, vergi sonrası faaliyet gelirlerinden çalışma sermayesindeki ve sabit varlıklardaki artışın indirilmesiyle bulunur. Serbest nakit akışları, Tablo 3'de görüldüğü şekilde belirlenebilir.<sup>136</sup>

**Tablo3: Serbest Net Nakit Akışları**

|   |
|---|
| <b>NET SATIŞLAR</b>                         |
| - SMM                                       |
| -Satis ve Yönetim Giderleri                 |
| -Amortismanlar                              |
| <b>FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ GELİR</b>           |
| -Faiz Giderleri                             |
| <b>VERGİ ÖNCESİ GELİR</b>                   |
| -Vergi                                      |
| <b>VERGİ SONRASI KAR</b>                    |
| +Amortismanlar                              |
| -Çalışma Sermayesinde Gerekli Olan Artışlar |
| -Sabit Varlıklarda Gerekli Olan Artışlar    |
| <b>=Serbest Net Nakit Akışları</b>          |

#### **2.1.2.8.2.Nakit Akışları Tahmin Süresi**

Nakit akışları tahmin süresinin (n) seçiminde, önce, gelecek kaç yılın nakit akımlarının tahmin edileceğine karar verilmelidir. Bu sürenin belirlenmesinde,

<sup>135</sup> SARIASLAN Halil, Yatırım Projelerinin hazırlanması ve değerlendirilmesi", Genişletilmiş 2.Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 1994, s.193

<sup>136</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.:201



işletmenin yer aldığı ekonomik, siyasal koşullar ve sektörün özellikleri etkili olacaktır.<sup>137</sup> Bu süre 5 yıldan az olmamalıdır. Ama sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi, bütün devre dönemini kapsamalıdır. Bu sürenin tespitinde; birinci faktör, firmanın dengeye ulaştığı olgunlaşma yılının<sup>138</sup> tespit edilmesi, ikinci faktör ise, bu sürenin değerlendirme hatasına yol açmayacak kadar uzun olmasıdır.<sup>139</sup>

### 2.1.2.8.3. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto oranı; proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti ya da yatırımcıların projeden beklediği asgari karlılık oranıdır.<sup>140</sup> Bu yöntemde, kullanılan iskonto oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İskonto oranının tespiti; ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların firmadan bekledikleri en düşük kâr oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmalıdır.<sup>141</sup>

Birleşme ve satın almalarda işletme değerlemesinde uygun iskonto oranı olarak genellikle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır. Ancak değerlendirilecek işletmenin halka açık olup olmamasına, hisse senetlerinin sık sık işlem görüp görmemesine, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine bağlı olarak AOSM'ni hesaplamak farklı zorluklar taşımaktadır.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde halka açık işletmelerin AOSM'i hesaplamak, gelişmekte olan piyasalara göre daha kolaydır. Bu tür piyasalarda AOSM şu şekilde formüle edilerek hesaplanabilir:

$$AOSM = K_b (1-t) \frac{B}{V} + K_c (1-t) \frac{L}{V} + K_o \frac{S}{V}$$

<sup>137</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.:201

<sup>138</sup> Olgunlaşma yılı; firmanın büyüme olanaklarının pek olmadığı ve nakit akışlarının düzenli bir seyre girdiği yıldır.

<sup>139</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.29

<sup>140</sup> SARIASLAN Halil, a.g.e., s.195

<sup>141</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.29

K<sub>b</sub> = Kısa vadeli borçların vergi öncesi maliyeti  
K<sub>c</sub> = Uzun vadeli borçların vergi öncesi maliyeti  
K<sub>s</sub> = Öz Sermaye maliyeti  
t = Vergi oranı  
B = Kısa vadeli borçlar  
L = Uzun vadeli borçlar  
S = Öz sermaye  
V = Toplam varlıklar

Eşitlikte yer alan öz sermaye maliyeti ise “Finansal Varlıkları Değerleme Modeli” (FVDM)’den hareketle belirlenebilir. Öz sermaye maliyeti; risksiz menkul kıymetlerin getiri oranına, işletmenin sistematik riskinin( $\beta$ ), piyasa risk primiyle çarpılarak ilave edilmesiyle bulunur. Öz sermaye maliyeti K<sub>s</sub> ile ifade edilirse;

$$K_s = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta$$

R<sub>f</sub> = Risksiz getiri oranı

E(R<sub>m</sub>) = Pazar portföyünün beklenen getiri oranı

E(R<sub>m</sub>) - R<sub>f</sub> = Pazar risk primi

$\beta$  = İşletmenin hisse senetlerinin sistematik risk primi<sup>142</sup>

#### 2.1.2.8.4. Nakit Akımlarından Firma Değerinin Hesaplanması

Nakit akışları, iskonto oranı ve tahmin süresi belirlendikten sonra, firma değerinin hesaplanmasında 5-10 yıllık nakit akımlarının bugünkü değeri tahmin edilir ve son yıldan (olgunlaşma yılı) sonra sonsuza kadar aynı nakit akımlarının gerçekleşeceği varsayılarak, artık değer bulunup bugünkü değere indirgenerek firma değerine ulaşılır.

$$FD = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} + \frac{A_d}{(1+i)^n \cdot i} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} + \frac{A_d}{(1+i)^n \cdot i}$$

FD: Firma değeri,

A<sub>d</sub>: Artık değer

İNA yönteminin de bazı eksik yönleri vardır. Bunlar;

- Bu yöntemde, iskonto oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca,

<sup>142</sup> AYDIN Nurhan; a.g.e., s.202

iskonto oranını tahmin etmek, özellikle enflasyonun yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kolay olmamaktadır.

- Gelecek yıllar nakit akışlarının tahmin edilmesi çok zordur.

Bu olumsuz yönlerine rağmen, İNA yöntemi, modern değerlendirme yöntemi olarak genel kabul görmüş bir yöntemdir. Çünkü; nakit akımlarını indirgemek suretiyle, paranın zaman değerini dikkate alan bir yöntem olması, bu yöntemin önemli bir avantajıdır. Ayrıca, bu yöntem, değişik muhasebe yöntemlerinden etkilenmemekte, risk faktörünü ve bütün yatırımları da dikkate almaktadır.<sup>143</sup>

Birleşecek işletmelerin ayrı ayrı net bugünkü değerleri bulduktan sonra, bu işletmenin birleşmeleri durumunda beklenen serbest nakit akışlarının tahminine ve AOSM hesaplanmasına sıra gelir. Birleşme ya da satın almadan istenen başarının sağlanması yaratılacak sinerji ile ilgili varsayımların akılcı olarak saptanmasına bağlıdır.

Birleşmenin sağlayacağı sinerjiler dikkate alınarak her iki işletmenin birleşmesiyle gelecekte yaratılacağı beklenen serbest net nakit akışları tahmin edilir. Tahmin edilen nakit akışlarının ise, işletmelerin birleşme öncesi AOSM'leri ile değil, birleştikten sonraki sermaye yapılarına bağlı olarak hesaplanacak AOSM ile bugünkü değerleri hesaplanır. Bulunan bu değer; ayrı ayrı işletmelerin bugünkü değerlerinden fazla olması durumunda birleşmenin sinerji değeri olacaktır. Sinerji değeri yok ise; diğer bir ifade ile birleşme sonundaki değer ayrı ayrı her bir işletmenin toplam değerinden büyük değilse, birleşmenin ekonomik anlamı olmayacaktır.<sup>144</sup>

#### **2.1.2.9. Fiyat/ Kazanç Oranı**

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların kaç TL. ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır.

F/K yönteminde şirket değeri şöyle hesaplanmaktadır:

<sup>143</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.34-35

<sup>144</sup> AYDIN Nurhan, a.g.e., s.202-203

$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kâr}$

$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı} \times \text{Şirket Net Kâr}$

F/K oranı yönteminin en önemli eksikliği, net kârın gösterge olarak alınmasıdır. Dolayısıyla, değişik muhasebe uygulamalarından fazla etkilenmekte olan net kâr rakamına dayanan tahminler ve faaliyet dışı gelirleri ve/veya giderleri fazla olan firmaların F/K oranlarının kullanılması yanıltıcı sonuçlar verebilecektir. Bu yöntemin diğer eksiklikleri olarak, paranın zaman değerinin dikkate alınmaması, iki şirketin hiç bir zaman aynı olmayacağı gösterilmektedir.

#### 2.1.2.10. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde, şirketlerin açıkladıkları kâr rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle, Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır. PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına özvarlıklara bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde, firmaların PD/DD oranının, aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir.

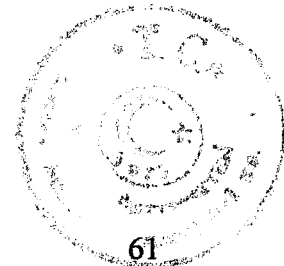
$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri (Öz Sermaye)}$   
 $\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın Ortalama PD/DD Oranı} \times \text{Şirketin Defter Değeri (Öz Sermaye)}$

Bu yöntem kullanılırken, firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı yapılmaktadır. Bu yöntemin zayıf noktası; her şirketin kendine özgü özelliklerinin olması ve her şirketin varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamasıdır. Ayrıca, PD/DD oranının o sektörde faaliyette bulunan diğer firmalara kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.<sup>145</sup>

Bu çarpan, indirgenmiş nakit akımları metodu gibi sofistike metotların kullanımının görece zor olduğu banka gibi finansal kurumların değerlemesi için pratikte de sıkça kullanılmaktadır.<sup>146</sup>

<sup>145</sup> YAZICI Kuddisi, a.g.e., s.43

<sup>146</sup> <http://www.tspakb.org.tr>



### 2.1.2.11. Ekonomik Değer (EVA) / Pazar Değeri (MVA)

Economic Value Added yöntemi, Amerika'da Stern Steward & Co. tarafından geliştirilmiş bir orandır. Net işletme kârından (vergiden sonra) şirkete yatırılmış toplam sermayenin fırsat maliyeti değerinin çıkarılmasıyla elde edilir. Yönteme yapılan eleştirilerin başında net işletme kârı bulunurken yapılan düzeltmelerin sübjektif olması gelir. Bu değeri belirleyen unsurlar, şirket yönetimi tarafından manipüle edilmeye açıktır. Yöntemin avantajı, hesaplama kolaylığı ve çok yaygın oluşudur.

|   |
|---|
| Dönem Kârı  |
| +/- İşletme Değişimlerinin Düzeltilmesi<br>(ör. leasing faizlerinin eklenmesi)  |
| +/- Kaynak Değişimlerinin<br>(ör. kısa vadeli karşılıklardaki değişimler)   |
| +/- Shareholder Değişimlerinin<br>(ör. şirket değerinin amortismanının eklenmesi, alacak karşılıkları artışının eklenmesi, araştırma geliştirme harcamalarındaki artışın eklenmesi) |
| +/- Net İşletme Vergilerinin Düzeltilmesi   |
| <hr/>   |
| (Vergiden Sonraki) Net İşletme Kârı   |

Eğer kâr, özsermaye maliyetinden yüksekse şirkete bir katma değer sağlandığını varsayar.<sup>147</sup>

Son dönemlerde özellikle birleşmelerin yoğun yaşandığı işletmelerin ekonomik değerleri ve bunların toplamından oluşan pazar değerleri, önemli bir konu olarak gündeme gelmektedir. Daha önceki yıllarda ekonomistler EVA'ya ekonomik kâr (economic profit) demişlerdir. Son dönemlerde gündeme gelmesinde en önemli unsur, tüm çalışanların, işletme sahiplerinin buna dayanarak yarattıkları katma değere göre ücretlendirme, motivasyon sistemi geliştirmeleri ve uygulamalarıdır.

EVA ( İşletmenin Ekonomik Değeri) :

EVA = Vergi Sonrası Net İşletme Kârı - (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti x Toplam Sermaye)  
olarak tanımlanmaktadır.

<sup>147</sup> GUTSCHELHOFER Alfred, " Füzyonlarda Controlling Sorunları", Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.254-255

Piyasa Değeri ( Market Value Added- MVA) ise, yatırılan sermayenin yarattığı ek yani katma değerdir.

MVA = İşletmenin Piyasa Değeri – Yatırılan ( Bağlanan) Sermaye olarak tanımlamaktadır. <sup>148</sup>

### 2.1.3. Birleşmenin Finansal Açıdan İncelenmesi

#### 2.1.3.1. Birleşme Oranının ve Değiştirme Oranının Tespiti

Birleşmenin gerçekleştirilmesinde en önemli hususlardan biri değiştirme biriminin tespitidir; çünkü birleşmede devrolan ortaklığın, devralan ortaklığa intikal edecek malvarlığı karşılığında, bunların pay sahiplerine tespit edilen değiştirme birimine göre devralan ortaklığın payları verilir. Bunun gibi yeni kuruluşta da birleşmeye katılan ortaklıkların malvarlıklarının değerine göre yeni kurulacak ortaklıkta sermayeye katılırlar. <sup>149</sup>

Birleşen şirketlerin birleşme ile ilgili olarak yeni şirketten alacakları paylar iştirakleri dikkate alınmış öz kaynaklar tutarları dikkate alınarak hesaplanır. <sup>150</sup>

##### 2.1.3.1.1. Devralma Yoluyla Birleşme

Birleşme oranı şu formül aracılığıyla belirlenebilir:

$$\text{Birleşme oranı} = \frac{\text{Devralan kurumun özkaynağı}}{\text{Devralan kurumun özkaynağı} + \text{Devrolan kurumun özkaynağı}}$$

Bu formül aracılığıyla yeni şirket içindeki pay oranının ne olduğu bulunur. Değişme oranı ise şu formül aracılığıyla bulunabilir:

$$\text{Değişme oranı} = \frac{\text{Sermaye artırım tutarı}}{\text{Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi}}$$

<sup>148</sup> GÜRDAL Schavet, a.g.e.,s.505

<sup>149</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.101

<sup>150</sup> SAĞLAM Necdet, ŞENGEL Salim, “Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.311



Bu formül aracılığıyla ise hisse senetlerinin değişiminin hangi oranlar üzerinden yapılacağı belirlenir.

### 2.1.3.1.2. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Yapılan Birleşme

Yeni ortaklık kurulması yoluyla yapılan birleşmelerde ise birleşme oranı şöyle hesaplanır. Birleşme oranı, S.P.K. Tebliğinde de belirtildiği gibi iştiraklerin de dikkate alınmasıyla oluşan özsermaye tutarı kullanılarak aşağıdaki formül aracılığı ile belirlenir;

$$\text{Birleşme oranı} = \frac{\text{Birleşen kurum özkaynağı}}{\text{Birleşen kurumlar özkaynaklar toplamı}}$$

$$\text{Değişme oranı} = \frac{\text{Yeni ortaklıktaki sermaye payı}}{\text{İştirakler dikkate alınmış sermayeler}}$$

Bu formül aracılığıyla yeni ortaklıkta eski ortaklığın bir pay senedi karşılığında yeni ortaklıkta elde edilecek pay oranı bulunmuş olur.

### 2.1.3.1.3. Devralma Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye ve Sermaye Artırım Tutarı

Özkaynak veya rayiç değer yöntemlerinin kullanılması durumunda, ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde yapılacak sermaye artırımının tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

A: Devralan ortaklığın özkaynağı

B: Devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) özkaynağı

C: Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi

$$\text{Birleşme Oranı (D)} = \frac{A}{A+B}$$

$$\text{Artırım Sonrası Sermaye} = \frac{C}{D}$$

Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, yukarıda yer alan hesaplamada dikkate alınır.

Birleşme sonrası artırılabilecek sermaye tutarı, devrolan ortaklığın(birden fazla ise ortaklıkların) devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılır.

#### **2.1.3.1.4. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye Tutarı**

Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme sonrasında yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşur. Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, her bir ortaklık için birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınır. Yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşmeye taraf ortaklıkların ortaklarına toplam özsermayedeki payları oranında dağıtılır.

#### **2.1.3.1.5. Birleşme Oranının ve Değişirme Oranının Hesaplanmasında Uygulanabilecek Yöntemler**

Birleşme oranı, birleşmeye taraf ortaklıklarca benimsenen yöntem esas alınarak hesaplanır. Birleşme oranının belirlenmesine esas olabilecek yöntemleri şöyle sıralanabilir;

- Özkaynak yöntemi,
- Borsa fiyatlarını esas alma yöntemi,
- Rayiç bedel üzerinden değerlemeye tabi tutulmuş özkaynaklar yöntemi.

Ortaklıkların birleşme işleminde, özkaynak yönteminin uygulanması halinde, sadece bu yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değişirme oranlarına ve

birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunludur.

Ancak özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunludur.

Birleşme oranının belirlenmesinde rayiç bedel üzerinden değerlemeye tabi tutulmuş özkaynakların esas alınması halinde, değerlemeye konu gayri menkuller S.P.K. tarafından belirlenen ekspertiz şirketleri tarafından değerlendirilir. Gayri menkullere ilişkin olarak ekspertiz şirketi tarafından yapılan değerlemenin sonuçları bilirkişi raporuna esas alınır.

Değiştirme oranı ise, birleşen kurum hisse senetlerinin cari değeri ile, birleşilen kurum hisse senetlerinin cari değerinin birbirine olan oranıdır.

Değiştirme oranının belirlenmesi için, hem birleşilen hem de birleşen kurumun mal varlığının cari değerinin bilinmesi gereklidir. Cari değer; bilanço değeri, borsadaki fiyatlar veya dağıtılan temettüleri esas alınarak tespit edilebilir. Her üç unsura göre hesaplanan değiştirme oranı birbirinden farklı olacaktır. Sonuç olarak değiştirme oranı, kesin esaslara bağlanması mümkün olmayan, tamamen kendine özgü bir değerdir. Tarafların karşılıklı görüşmeleri ile belirlenir. Değiştirme oranının tespitinde belki de en doğru esas, bilanço değerlerini esas alarak değiştirme oranını tespit etmektir. Bu nedenle, işletmelerin birleşmelerinde öz sermayenin (öz varlık) belirlenmesi, değiştirme oranı ve devralan işletmenin arttıracığı sermaye tutarının ve yeni kurulan işletmenin sermaye tutarının hesaplanması açısından büyük önem arz etmektedir.<sup>151</sup>

---

<sup>151</sup> AKAY Hüseyin, a.g.e., s.101

### 2.1.3.1.6. Devralma Yoluyla Birleşmeyle İlgili Sayısal Bir Örnek

Sermaye Piyasası Muhasebe Standartları Hakkındaki Seri:XI, 25 No'lu tebliğinin 12. Kısımındaki “İşletme Birleşmeleri”nin 303.maddesine göre, “birleşme işlemlerinin aynı işletme tarafından kontrol edilen gruba dahil işletmeler arasında olması durumunda bu kısımda yer alan hükümler uygulanmaz ama iki şirketin aynı gruba dahil olması sonucunu doğuran birleşmeler birleşme işleminin özü dikkate alınarak konsolide mali tablolarda bu Kısımdaki hükümlere göre işleme tabi tutulur” denilmektedir.

B ortaklığı A ortaklığının sermayesinin %40'ına sahip olup, A ortaklığı tarafından devralınacaktır. Birleşme öncesi işletmelerin bilançoları aşağıdaki gibidir:



Tablo 4 :Devralan (A) Ortaklığı Birleşme Bilançosu

| Aktif                           |                    | Pasif                          |                    |
|---------------------------------|--------------------|--------------------------------|--------------------|
| <b>D) DÖNEN VARLIKLAR</b>       | 618.661.000        | <b>D) KISA VADELİ BORÇLAR</b>  | 456.278.000        |
| A) Hazır Değerler               | 214.911.000        | A) Finansal Borçlar            | 188.154.000        |
| B) Menkul Kıymetler             | 0                  | B) Ticari Borçlar              | 130.403.000        |
| C) Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 200.014.000        | C) Diğer Kısa Vadeli Borçlar   | 77.486.000         |
| D) Diğer Kısa Vadeli Alacaklar  | 3.883.000          | D) Alınan Sipariş Avansları    | 5.686.000          |
| E) Stoklar                      | 173.418.000        | E) Borç ve Gider Karşılıkları  | 54.549.000         |
| F) Diğer Dönen Varlıklar        | 26.435.000         | <b>II) UZUN VADELİ BORÇLAR</b> | 111.797.000        |
| <b>II) DURAN VARLIKLAR</b>      | 372.355.000        | A) Ticari Borçlar              | 643.000            |
| A) Uzun Vadeli Ticari Alacaklar | 5.097.000          | B) Diğer Uzun Vadeli Borçlar   | 100.039.000        |
| B) Diğer Uzun Vadeli Alacaklar  | 0                  | C) Alınan Sipariş Avansları    | 0                  |
| C) Finansal Duran Varlıklar     | 815.000            | D) Borç ve Gider Karşılıkları  | 11.115.000         |
| D) Maddi Duran Varlıklar        | 349.699.000        | <b>III) ÖZ SERMAYE</b>         | 422.941.000        |
| E) Maddi Olmayan Varlıklar      | 15.817.000         | A) Sermaye                     | 250.000.000        |
| F) Diğer Duran Varlıklar        | 927.000            | B) Yen. Değ. Değer Artışı      | 24.220.000         |
|                                 |                    | C) Yedekler                    | 43.699.000         |
|                                 |                    | D) Net Dönem Kârı              | 105.022.000        |
| <b>AKTİF TOPLAMI</b>            | <b>991.016.000</b> | <b>PASİF TOPLAMI</b>           | <b>991.016.000</b> |

Tablo 5:Devrolan (B) Ortaklığı Birleşme Bilançosu

| Aktif                           |                    | Pasif                             |                    |
|---------------------------------|--------------------|-----------------------------------|--------------------|
| <b>D) DÖNEN VARLIKLAR</b>       | 44.791.000         | <b>D) KISA VADELİ BORÇLAR</b>     | 110.163.000        |
| A) Hazır Değerler               | 24.906.000         | A) Finansal Borçlar               | 56.636.000         |
| B) Menkul Kıymetler             | 5.029.000          | B) Ticari Borçlar                 | 10.910.000         |
| C) Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 625.000            | C) Diğer Kısa Vadeli Borçlar      | 30.000.000         |
| D) Diğer Kısa Vadeli Alacaklar  | 1.318.000          | D) Alınan Sipariş Avansları       | 2.250.000          |
| E) Stoklar                      | 89.000             | E) Borç ve Gider Karşılıkları     | 10.367.000         |
| F) Diğer Dönen Varlıklar        | 12.824.000         | <b>II) UZUN VADELİ BORÇLAR</b>    | 53.710.000         |
| <b>II) DURAN VARLIKLAR</b>      | 494.375.000        | A) Finansal Borçlar               | 39.934.000         |
| A) Uzun Vadeli Ticari Alacaklar | 0                  | B) Ticari Borçlar                 | 0                  |
| B) Diğer Uzun Vadeli Alacaklar  | 239.750.000        | C) Diğer Uzun Vadeli Borçlar      | 3.776.000          |
| C) Finansal Duran Varlıklar     | 251.482.000        | D) Alınan Sipariş Avansları       | 0                  |
| D) Maddi Duran Varlıklar        | 2.790.000          | E) Borç ve Gider Karşılıkları     | 21.210.000         |
| E) Maddi Olmayan Varlıklar      | 353.000            | <b>III) ÖZ SERMAYE</b>            | 375.293.000        |
| F) Diğer Duran Varlıklar        | 0                  | A) Sermaye                        | 325.000.000        |
|                                 |                    | B) Yeniden Değerleme Değer Artışı | 17.035.000         |
|                                 |                    | C) Yedekler                       | 608.000            |
|                                 |                    | D) Dönem Kârı                     | 32.650.000         |
| <b>AKTİFTOPLAMI</b>             | <b>539.166.000</b> | <b>PASİF TOPLAMI</b>              | <b>539.166.000</b> |

Birleşme sonrası sermaye artırımı tutarı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. Örnekte, (B) ortaklığının payının %40 olarak verildiği göz önüne alındığında paylar aşağıdaki gibi olacaktır.

İlk adım olarak, Tablo 6'da görüldüğü gibi, her bir ortaklığın, iştirakler dikkate alınarak özkaynağı ve sermayesi hesaplanır.

**Tablo 6:Herbir ortaklığın iştirakler dikkate alınmış özkaynağı ve sermayesi**

| Devralan Ortaklık (A)                             |                    | Devrolan Ortaklık (B)                       |                    |
|---|--------------------|---|--------------------|
| Sermaye   | 250.000.000        | Sermaye                                     | 325.000.000        |
| YDDAF (Yen.Değ.Değ.Artış Fonu)                    | 24.220.000         | YDDAF                                       | 17.035.000         |
| Yedekler  | 43.699.000         | Yedekler                                    | 608.000            |
| Kâr   | 105.022.000        | Kâr   | 32.650.000         |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>                         | <b>422.941.000</b> | <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>                   | <b>375.293.000</b> |
| B'nin payına isabet eden Sermaye (-)              | 100.000.000        |   |                    |
| B'nin payına isabet eden YDDAF (-)                | 9.688.000          | A'dan intikal eden YDDAF (+)                | 9.688.000          |
| B'nin payına isabet eden Yedekler (-)             | 17.480.000         | A'dan intikal eden Yedekler(+)              | 17.480.000         |
| B'nin payına isabet eden kâr (-)                  | 42,008.000         | A'dan intikal eden kâr (+)                  | 42.008.000         |
| B'nin payına isabet eden Diğer özkaynak Unsurları | 0                  | A'dan intikal eden diğer özkaynak unsurları | 0                  |
| B'nin payına isabet eden özkaynaklar Toplamı (-)  | 169.176.000        | A'dan intikal eden özkaynaklar Toplamı(+)   | 69.176.000         |
| Netleştirilmiş özkaynak                           | 253,765.000        | Netleştirilmiş özkaynak                     | 444.469.000        |
| Netleştirilmiş Sermaye                            | 150.000.000*       | Netleştirilmiş Sermaye                      | 325.000.000        |

**\*250.000.000 x %60 =150.000.000**

| Ortaklıklar           | Özkaynak Değeri | İştirakler Dikkate Alınmış Özkaynak | Devir Sonrası Ulaşılabilecek Sermayedeki Oran | Ödenmiş/ Çıkarılmış Sermaye | İştirakler Dikkate Alınmış Sermaye |
|-----------------------|-----------------|-------------------------------------|---|-----------------------------|------------------------------------|
| Devralan Ortaklık (A) | 422.941.000     | 253.765.000                         | 36,34   | 250.000.000                 | 150.000.000                        |
| Devrolan Ortaklık (B) | 375.293.000     | 444.469.000                         | 63,66   | 325.000.000                 | 325.000.000                        |
| TOPLAM                | 798.234.000     | 698.234.000                         | 100,00  |                             |                                    |



Tablo 6'daki hesapları yaparken, birleşmeden önceki bilançolardaki değerleri kullanarak, verilen iştirak payıyla çarpmak gerekmektedir. Örneğin, B'nin payına isabet eden sermayeyi bulmak için; A'nın birleşmeden önceki bilançosundaki sermaye tutarına bakıyoruz. A'nın sermayesi 250.000.000 olarak verilmiştir. Bu durumda, B'nin payına isabet eden sermaye = 250.000.000 x 0,40 = 100.000.000 TL olarak bulunmaktadır. Diğer kalemleri de bu şekilde bularak, "netleştirilmiş sermaye" hesabına ulaşılmaktadır.

İkinci adım olarak, devralan A ortaklığının iştirakler dikkate alınmış özkaynağının, devralan A ortaklığı ile devrolan B ortaklığının iştirakler dikkate alınmış özkaynak toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanan birleşme oranı bulunur.

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{253.765.000}{253.765.000 + 444.469.000} = \% 36,34$$

Üçüncü adımda, devralan A ortaklığının iştirakler dikkate alınmış sermayesinin birleşme oranına bölünmesi suretiyle birleşme sonrası sermaye tutarı hesaplanır.

$$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} = \frac{150.000.000}{0.3634} = 412.768.299$$

Dördüncü adımda, birleşme sonrası sermayeden devralan A ortaklığının ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin çıkarılması suretiyle söz konusu ortaklığın sermaye artırım tutarı bulunur.

$$\text{Devralan Ortaklığın Sermaye Artırım Tutarı} = 412.768.299 - 250.000.000 \\ = 162.768.299$$

Beşinci adımda, sermaye artırım tutarının B ortaklığının ödenmiş/çıkarılmış sermayesine bölünmesi suretiyle değiştirme oranı hesaplanır.

**Değiştirme Oranı:**

$$\text{B Ortaklığı} = 162.768.299 / 325.000.000 = 0,50$$

Bunun anlamı, devir sonucunda B ortaklığına ait bir pay karşılığında B ortaklığının A ortaklığı dışındaki ortaklarına 0,50 adet A ortaklığının hisse senedi verilecektir.

En son adım olarak, birleşme sonrası ulaşılabacak sermaye tutarının devir sonrası sermayedeki oran ( %) ile çarpılması suretiyle de A ve B ortaklıklarının birleşme sonrası ulaşılabacak sermayedeki payları bulunur.

### **Birleşme Sonrasında Ulaşılabacak Sermayede A ve B Ortaklıklarının Sermaye Payları:**

**A Ortaklığı** = 412.768.299 x % 36.34 = 150.000.000 TL

**B Ortaklığı** = 412.768.299 x % 63.66 = 262.768.299 TL

olacaktır.<sup>152</sup>

Bununla birlikte, birleşme, ister yeni bir şirket altında isterse devralma şeklinde olsun, birleşmeden sonra oluşacak işletmenin pazar değerinin, sinerji etkisinden dolayı daha yüksek olması beklenir. Bu durumda, devrolunan işletmenin ortakları daha yüksek bir pay oranı talep edebilirler. Birleşmeyi veya (B) işletmesini satın almayı gündeme getiren (A) işletmesinin yöneticileri böyle bir talep karşılığında fiyatı ne kadar artıracaklarını karara bağlarken “Brüt Kazancı” göz önünde bulunduracaklardır.<sup>153</sup> Sinerjinin oluşmasında (B) işletmesinin de katkısı olduğuna göre doğacak brüt kazançtan o şirketin ortaklarının da pay almaları doğal olacaktır. Ancak brüt kazancın hangi oranlarda bölüşüleceği önemli bir soru olarak yönetimin karşısında duracaktır. Bunun karşılığında (A)’nın yöneticileri ise oluşacak şirketin değerindeki artışın kendi gayretleri ile ortaya çıkacağını ileri sürerek (B)’nin ortaklarının ortaklık payını düşük tutmaya çalışarak sinerjiden kaynaklanan değer artışının çok azını onlara vermeyi isteyeceklerdir.<sup>154</sup>

<sup>152</sup> SAĞLAM Necdet, ŞENGEL Salim, a.g.e., s.317-321

<sup>153</sup> **Brüt Kazanç**, birleşmeden sonra sinerji etkisi ile oluşacak toplam özvarlık değeri ile işletmelerin birleşmeden önceki özvarlık değerleri toplamı arasındaki farktır. Brüt kazançtan birleşme ile ilgili giderler düşülerek “Net Kazanç” ulaşılır. Birleşmeyi gündeme getiren A İşletmesinin net kazancı ise B İşletmesi ortaklarına şirket değeri üzerinde ne kadar pay verilirse o pay kadar az olacaktır.

<sup>154</sup> SARIKAMIŞ Cevat, “Şirket Birleşmelerinde Pay Senedi Değerinin Belirlenmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Nisan 1999, s.16

### 2.1.3.2. Birleşmenin Finansmanı

Şirket birleşmelerinin finansman şekli, birleşme sonucunda yaratılması beklenen değeri etkileyen önemli konulardan birisidir.<sup>155</sup>Yapılan ampirik çalışmalar, birleşme finansmanında kullanılan ödeme şeklinin, birleşmenin finansal başarısını büyük ölçüde etkilediğini göstermiştir.<sup>156</sup> Bir diğer işletme ile birleşmeyi, o işletmeyi ele geçirmeyi veya satın almayı hedefleyen işletme, birleşme değerinin ödenmesinde; nakit ödeme ve yeni hisse senedi ihraç etme seçenekleriyle karşı karşıyadır. Nakit ödemeyi tercih etmesi durumunda işletmede mevcut olan fazla nakdi kullanabileceği gibi, çeşitli borçlanma yöntemlerini kullanarak elde edeceği nakdi de kullanabilir. İşletmenin ödeme şekilleri ve bunların finansmanında kullanacağı kaynaklar arasından yapacağı tercih, sinerji değerinin ve riskin birleşen işletmelerin hissedarları arasında nasıl paylaşılacağını da belirler.<sup>157</sup>

#### 2.1.3.2.1. Nakit İle Finansman

Bir ülkedeki şirket birleşme ve satın almalarda, diğer ödeme araçlarına göre nakit ödemenin tercih edilmesinin nedenleri olarak, bir taraftan piyasada bulunan işletmelerin çoğunun küçük ve orta ölçekli aile işletmeleri olması, diğer taraftan sermaye piyasasının sığ olması, hisse senedi borsasında işlem gören firmaların az oluşu ve buna bağlı olarak hisselerin sığ borsalarda belirli piyasa oyuncuları tarafından alıp satılması gösterilebilir. Böyle bir ortamda, şirket birleşmelerinde ödeme aracı olarak hisse senetlerinin kullanılması çok zor olacaktır.<sup>158</sup>

Birleşme ve satın alma bedelinin nakit ödeme ile gerçekleştirilmesi durumunda, ele geçirilen işletmenin hisse senetleri için nakit ödemenin yapılması ile mülkiyet transferi gerçekleşir. Nakit işlemde ele geçiren, bütün riski ve beklenen sinerji değerini üzerine alır.<sup>159</sup>

<sup>155</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.398

<sup>156</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, "Finansal Açından İşletme Birleşmeleri", Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayın Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.287

<sup>157</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.398

<sup>158</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, a.g.e., s.287

<sup>159</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.398

Nakit ödemeyele gerçekleşen şirket satın alımlarında işlemler çok etkili ve hızlı bir şekilde yapılabilmektedir. Satışa konu olan şirketin hissedarları satış sözleşmesinde ne kadar alacakları kesin bir şekilde belirtildiği için sözleşmeye itiraz edip etmeyeceklerini hızlı bir şekilde tespit edebilirler. Bu durum satış işlemlerinin akışını kolaylaştırır.

Hisse senedi borsada işlem gören şirket devralmalarında yapılan nakit ödemenin hisse senedi fiyatlarına nasıl yansıdığıyla ilgili olarak yapılan araştırmalarda, kesin sonuçlar olmamakla birlikte, piyasanın nakit ödeme sonucu oluşan birleşmelere hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleşenden daha olumlu tepki verdiği gerçeğini ortaya koymuştur.

Nakit ödemeyele gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin bazı dezavantajları da vardır. Bunlardan biri satın alan kurumun yeterli miktarda hazır kaynaklara sahip olmamasıdır. Ayrıca likit kaynakların işletme dışına çıkması bu kaynaklardan sağlanabilecek getirilerin gerçekleşmemesi anlamına gelir. Diğer taraftan peşin ödemede kullanılan likit kaynaklar için alınan kredilerin faizleri işletmenin finansal dengesini bozacaktır. Bu durumdan dolayı işletmenin bilanço rasyoları ve borçlanma derecesi olumsuz etkilenebilecektir.

#### **2.1.3.2.1.1. Nakit Ödemelerde Kullanılacak Kaynaklar**

Birleşme ve satın almalarda, satın alan işletme nakit ödeme yolunu seçiyorsa ilk olarak iç kaynaklara başvurması gerekir; bu yetmediği takdirde yabancı kaynaklar devreye girer, eğer hala finansman açığı varsa sermaye artırımına gidilir.

##### **2.1.3.2.1.1.1. İşletme İçi Kaynaklar**

Şirket birleşmelerinde satın alan (devralan) şirket durumundaki kurum, ihtiyacı olan finansman kaynağını esas faaliyet alanından elde ettiği kaynakları biriktirerek ve kâr payı dağıtımından vazgeçerek sağlayabilir. Bu tür bir finansmanın yararı şirketin gelecekte ödemek zorunda kalabileceği alınan kredilerden kaynaklanan anapara ve faiz yükünü önlemesidir.<sup>160</sup>

<sup>160</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, a.g.e., s.289

### **2.1.3.2.1.1.2. Yabancı Kaynaklarla Finansman**

Nakit ödeme yoluyla birleşmelerde, işletme içi kaynaklar yetmediğinde yabancı kaynaklara yönelinir yani borçlanarak finansman sağlanır.

Borçlanılarak şirket birleşmeleri ve ele geçirilmeleri 1980'ler boyunca yaygın olarak kullanılan tekniklerden biri olmuştur. Borçlanılarak satın alma, bir işletmenin varlıklarının veya hisse senetlerinin, küçük bir yatırımcı grup tarafından, büyük ölçüde borçlanma ile satın alınmasıdır. Böyle bir işlemle işletmenin bütünü ele geçirilebildiği gibi, işletmenin bir bölümü veya bir bağlı şirket de ele geçirilebilir.

Satın alan işletme tarafından kullanılan borçlar, garanti edilen ve garanti edilmeyen borçlar olarak iki gruba ayrılabilir.

Varlığa dayalı borçlar olarak da isimlendirilebilen garanti edilen borçlarda, hedef işletmenin varlıkları teminat olarak kullanılır. Borç veren, borç alanın ödemede başarısız olmasına karşı varlıklar üzerinde birincil koruma ister.

Garanti edilmemiş borç sağlayıcıları, borçların geri ödenmesinde borç alan işletmenin büyük ölçekli ve/veya nakit akışlarının iyi olmasına dikkat eder. Varlıkları ise ikinci bir teminat olarak dikkate alırlar.<sup>161</sup>

Bir diğer borca dayalı kaynak ise tahvillerdir. Bu tür borçlanma daha çok büyük ölçekli, tanınmış ve hisse senedi borsada işlem gören şirketlerde görülmektedir.

### **2.1.3.2.1.1.3.Sermaye Artırımına (Otofinans) Dayalı Özkaynaktan Finansman**

Peşin ödeme şekline dayalı şirket birleşmelerinde gerekli finansmanı sağlamanın diğer bir yolu da sermaye artırımına gidilmesidir. Gerekli likidite, ihtiyaç duyulan finansman kadar, ya eski hissedarların daha fazla pay senedi almalarıyla ya da yeni hissedarların ortaklığa katılımlarıyla gerçekleştirilir. Borsada kayıtlı şirketlerin çıkardıkları yeni hisse senetleri burada alıcılara sunulur.<sup>162</sup> Bununla

<sup>161</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.401

<sup>162</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, a.g.e., s.290

birlikte, yeni çıkarılacak hisse senetlerinin sermaye piyasalarında satışa sunulması reklam, ödenecek komisyon gibi nedenlerle sermaye maliyetini artırabilmektedir.<sup>163</sup>

### 2.1.3.2.1.2. Nakit İle Finansmanın Maliyeti

Bedeli nakit olarak ödenen bir birleşme işleminin satın alan/ ele geçiren işletmeye maliyeti, hedef işletmeye ayrı bir varlık olarak sahip olduğu değer üzerinde yapılan ödemedir.

**Birleşme Maliyeti = Nakit Ödeme- Hedef İşletmenin Ayrı Varlık Olarak Değeri(NBDs)**

Nakit işlemin şimdiki değeri;

**NBD = Birleşme Kazançları - Birleşme Maliyetleri**

**NBD= [NBD<sub>AB</sub>- (NBD<sub>A</sub>+NBD<sub>B</sub>) - [(Nakit - NBD<sub>B</sub>)]**

A işletmesinin B işletmesini, bedelini nakit olarak ödeyerek satın aldığı kabul edelim. A işletmesinin piyasa değerinin 200 Milyar TL, B işletmesinin piyasa değerinin ise 100 Milyar TL olduğunu kabul edelim. Birleşmenin sinerjik etkisine bağlı olarak, birleşme sonrası işletme değerinin 360 Milyar TL olması beklenmektedir. Bu değerlendirme ile A işletmesi B işletmesine 135 Milyar TL ödemeyi teklif etmiştir. A işletmesinin bu işlemde beklediği kazanç 60 Milyar TL olacaktır.

**Birleşme Kazancı = 360 - (200 +100) = 60 milyar TL**

Birleşmenin A İşletmesi için maliyeti ise, nakit olarak ödediği tutar ile B işletmesinin Net Bugünkü Değeri arasındaki farktır. Bu tutar A işletmesi için, B işletmesinin değerinin üzerinde ödenen prim olup, B işletmesinin hissedarlarının kazancıdır.

**Birleşmenin A İşletmesine Maliyeti = 135 -100 = 35 milyar TL**

<sup>163</sup> <http://www.cvtr.net>



Birleşmenin A işletmesi için NBD’i, birleşmeden doğan kazançlar ve birleşme maliyetleri arasındaki farktır. Birleşmenin kazançları birleşme maliyetinden (birleşme priminden) büyük olduğu sürece satın alan/ele geçiren için pozitif Net Bugünkü Değer sağlayacaktır.

$$\begin{aligned} \text{NBD}_{\text{BİRLEŞME}} &= \text{Birleşme Kazançları}_A \text{ açısından} - \text{Birleşme Maliyetleri}_A \text{ açısından} \\ &= 60 - 35 = 25 \text{ milyar TL} \end{aligned}$$

Birleşme sürecinde, birleşme kazançlarında yanlış hesap yapılması durumunda birleşmenin Net Bugünkü Değeri azalacak, kazanç azalması veya zarar A işletmesinin hissedarları tarafından yüklenilecektir. Örneğin, birleşme sonrasındaki işletme değeri ve kazançlarının yüksek tahmin edildiği ve yüksek birleşme primi önerildiğini varsayalım. A işletmesi birleşme kazancı 60 milyar TL yerine 40 milyar TL olursa birleşmenin NBD’i sadece 5 milyar TL olacak ve A işletmesinin hissedarları beklenen kazançtan çok düşük bir kazanç ile yetinmek zorunda kalacaklardır. Gerçekleşen birleşme kazancının 30 milyar TL olması durumunda ise, A işletmesinin hissedarları 5 milyar TL zarar edeceklerdir. Ancak gerçekleşen birleşme kazancının beklenenden fazla olması durumunda da A işletmesinin hissedarlarının kazancı artacaktır.<sup>164</sup>

#### 2.1.3.2.2. Hisse Senedi İle Finansman

Hisse senedi ile finansmanda ise, satın alınmak istenen şirket hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan pozisyonundaki şirketin hisse senetleri verilir. Bu şekilde satın alınan şirket hissedarları, ilgili şirket birleşmeden sonra varlığını devam ettiriyorsa bunun hissedarı, değilse yeni kurulan firmanın hissedarı durumuna geçerler.<sup>165</sup>

Birleşme bedelinin hisse senedi olarak ödenmesi durumunda, risk ve beklenen sinerji değeri, satın alan ve hedef işletmenin hissedarları arasında, birleşme sonucunda ortaya çıkacak yeni işletmedeki hisseleri oranında paylaşılır.

<sup>164</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.389-390

<sup>165</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, a.g.e., s.293

Şirket birleşmelerinde birleşme bedelinin hisse senedi ile ödenmesi durumunda, birleşme teklifinin yapılması ile işlemin sonuçlanacağı zaman diliminde kadar oluşacak fiyat riski önem taşır. Satın alan işletme teklifini sabit sayıda hisse senedi üzerinden ya da sabit bir birleşme değeri üzerinden yapabilir. Sabit sayıda hisse senedi teklif edilmişse, satın alan işletmenin hisse senedi fiyatındaki düşüşler hedef işletmenin hissedarlarının, yükselmesi ise satın alan işletme hissedarlarının zarar görmesine neden olabilir. Sabit bir birleşme değeri teklif edilmişse, satın alan işletmenin hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesi daha çok sayıda hisse senedi verilmesine hissedarlarının yeni işletmede daha az ortaklık payına sahip olmalarına neden olabilir. Hedef işletmenin hissedarları ise sabit değerli işlemlerde işlem sona erinceye kadar herhangi bir değer kaybı ile karşılaşmayacaklardır.<sup>166</sup>

Hisse senediyle ödemeye dayalı şirket birleşmelerinin avantajları, satın alan işletmenin likiditesi korunur, ek faiz ödemeleri önlenmiş olur, satın alınan şirketin kredibilitesi, alan şirketin borçlanma derecesini iyileştirir, satın alınacak şirketin fiyatı peşin ödeme şekline göre kolayca belirlenebilir.<sup>167</sup>

#### 2.1.3.2.2.1. Hisse Senedi İle Finansmanın Maliyeti

Birleşme bedelinin hisse senedi değişimi ile finanse edilmesi durumda maliyetlerin hesaplanması daha karmaşık bir konu haline gelmektedir. Birleşme işleminin hisse senedi değişimi ile gerçekleştirilebilmesi için öncelikle, satın alan işletmenin hedef işletmenin her bir hisse senedi için vermeyi önerdiği hisse senedi sayısını gösterecek olan bir değişim oranının belirlenmesi gerekir. A işletmesinin piyasa değeri 50.000 TL olan 4.000.000 adet ihraç edilmiş hisse senedinin, B işletmesinin ise piyasa değeri 100.000 TL olan 1.000.000 adet ihraç edilmiş hisse senedinin bulunduğunu varsayalım. A işletmesi B işletmesinin 1 hisse senedi için 2,7 hisse senedi, toplam 2.700.000 adet hisse senedi vermeyi önermiştir. A işletmesinin ödediği bedel ilk bakışta 135 milyar TL gibi olarak değerlendirilir. Görünen maliyet aşağıdaki şekildedir:

<sup>166</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.398-399

<sup>167</sup> SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut, a.g.e., s.293

$$\text{Görünen Maliyet} = (2.700.000 \times 50.000) - 100 \text{ milyar} = 35 \text{ milyar TL}$$

Görünen maliyetin gerçek maliyeti yansıtmayı yansıtmadığını aşağıdaki bilgilere göre değerlendirilebilir.

**Tablo 7: Hisse Senedi İle Finansmanın Maliyeti**

|                                       | A İşletmesi | B İşletmesi | AB İşletmesi (Birleşme Sonrası) |
|---------------------------------------|-------------|-------------|---------------------------------|
| <b>Hisse Senedi Sayısı</b>            |             |             |                                 |
| <b>Birleşme</b>                       | 4.000.000   | 1.000.000   |                                 |
| <b>Birleşme</b>                       | 4.000.000   | 2.700.000   | 6.700.000                       |
| <b>Birleşme Sonrası Ortaklık Payı</b> | 59.7        | 40.3        | 100                             |
| <b>Birleşme Sonrası Piyasa</b>        | 235         | 245         | 360                             |
| <b>Değeri (milyar TL)</b>             |             |             |                                 |

Bu durumda A işletmesinin hissedarlarının 4.000.000 adet hisse senedinin piyasa değeri 215 milyar TL, B işletmesinin hissedarlarının sahip olduğu 2.700.000 adet hisse senedinin piyasa fiyatı 145 milyar TL olacaktır. Böylece, B işletmesini hisse senedi değişimi yolu ile elde etmenin gerçek maliyeti 45 milyar TL olacaktır.

Hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştirilen birleşme işleminin satın alan açısından maliyeti;

$$\begin{aligned} \text{BM}_{\text{HS}} &= (\text{Hedef İşletme hissedarlarının Yeni İşletmedeki Ortaklık Oranı} \times \text{NBD}_{\text{AB}}) - \text{NBD}_{\text{B}} \\ &= (\%40.3 \times 360) - 100 = 45 \text{ milyar TL} \end{aligned}$$

Hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştirilen birleşme işleminin gerçek maliyetini satın alan işletmenin gerçek hisse senedi fiyatından hareketle de hesaplanabilir. Birleşme sonrasında AB işletmesinin piyasa değerinin 360 Milyar TL olması beklenmekteydi. Birleşme sonrası dolaşımdaki hisse senedi sayısının 6.700.000 adet olduğunu dikkate alarak, yeni işletmenin hisse senetlerinin birim fiyatını 53.731 TL olarak hesaplayabiliriz. Bu durumda 2.700.000 adet hisse senedi karşılığında B işletmesini satın almanın gerçek maliyeti:

$$\text{Gerçek Maliyet} = (2.700.000 \times 53.731) - 100 \text{ milyar} = 145 - 100 = 45 \text{ milyar TL}$$

Hisse senedi ile finansman, yüksek veya düşük değerlemenin etkilerini hafifletir. Birleşme kazançlarının yüksek tahmin edilmesi durumunda, birleşme sonrasındaki işletmenin piyasa değeri daha düşük olacaktır. B hissedarlarının

birleşmeden aldığı pay azaldığı için, A işletmesinin hissedarları birleşmenin gerçek maliyetini B işletmesinin hissedarları ile paylaşacaktır.<sup>168</sup>

Birleşen şirketlerin ortakları açısından bedelin nakden veya hisse senedi olarak alınması seçeneklerinin birbirine kıyasla üstün ve sakıncalı yönleri bulunmaktadır. Bedelin hisse senedi olarak alınmasının sakıncalı yönü, hisse senedinin piyasa değerinin ileride düşmesi olasılığıdır. Buna karşın birleşmeden sağlanması amaçlanan faydalara ortak olunacaktır. Uygulamada nakden veya hisse senedi verilerek ödeme seçenekleri arasında orta yollar bulunabilir. Örneğin değer bir bölümünün nakden bir bölümünün hisse senedi verilmesi suretiyle ödenmesi olasıdır.<sup>169</sup>

Şirket birleşmeleri konusunda, dünyaca ünlü ABD'li ekonomi profesörü Mark Sirower ise, şirket birleşmeleri ve satın almalarda son on yıldır nakit ödeme yerine hisse senedi ile ödemelerin artmakta olduğunu ve bunun da hisse senedi sahibi küçük yatırımcılar için büyük miktarlarda para kaybına yol açtığını belirtmiştir.<sup>170</sup>

## 2.2. İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN SONUÇLARI

Birleşme işlemlerinin başarı veya başarısızlıkla sonuçlanmasında iki aşama rol oynamaktadır. Bu aşamalar, birleşme öncesi ve birleşme sonrasıdır. Birleşme öncesi yapılan çalışmalar, birleşme ilan edildiğinde piyasanın birleşme öncesi reaksiyonları ile ilgilenir. Burada sadece beklenen maliyet ve fayda dikkate alınmakla kalmaz ayrıca piyasa beklentileri de dikkate alınır. Birleşme sonrası çalışmalar ise, birleşme tamamlandığında ortaya çıkan başarı veya başarısızlıkla ilgilenir.<sup>171</sup>

Yapılan araştırmaların çoğu, işletmelerin birleşmeleri sonucunda, başarısızlık oranının oldukça yüksek olduğunu göstermektedir.

<sup>168</sup> YILGÖR Ayşe Gül, a.g.e., s.390-391

<sup>169</sup> <http://www.cvtr.net.tr>.

<sup>170</sup> <http://www.zaman.com.tr>.

<sup>171</sup> GÖKBEL ALTINIRMAK Serpil, a.g.e.,s.214

1986 yılında Fortune dergisinde yayımlanan bir araştırmada, birleşen şirketlerin birleşme sonucunda ödedikleri satın alma bedellerinin alternatif yatırım araçlarına yatırılması sonucunda daha iyi gelir getireceği ifade edilmektedir.<sup>172</sup>

1998 yılında ABD’de 7.700 birleşme gerçekleşmiştir. Bunlardan ancak %30’u birleşme öncesi hedefledikleri amaçlara ulaşmışlardır.

ABD’de faaliyet göstermekte olan Right Management Consultants tarafından 1999 yılında, 179 şirket üzerinden yapılan araştırmaya göre, şirketlerin %30’unun kültürel entegrasyon, çalışanların elde tutulması ve iletişim alanlarında başarılı oldukları ortaya çıkmıştır.

Araştırmaların sonuçlarında da görülebileceği gibi, şirket birleşmeleri genellikle başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu alandaki başarı ise ancak %25-30 civarında olabilmektedir.<sup>173</sup>

İşletme birleşmelerindeki başarının ölçümü, farklı kriterlere göre yapılabilir. Maliyetleri azaltmak, satış gelirlerini arttırmak, hisse değerini yükseltmek, pazar payını arttırmak, teknolojiyi kullanmak, bilgi transferi önde gelen kriterler olmakla birlikte, bu kriterler kendi aralarında çelişebilmektedir. Örneğin, şirketin pazar payı artmış olmasına karşın, kârlılığı azalmış olabilir. Satış gelirleri artmasına karşın, şirketin hisse değeri düşebilir. Bu nedenle, şirket birleşmelerinde sürecin başarısını ölçmede tek bir kriterin kullanılması doğru bir yaklaşım değildir. Bütün kriterler göz önünde bulundurularak, optimal bir değerlendirme yapılmalıdır.<sup>174</sup>

Watson Wyatt Şirketi’nin, Avrupa’da birleşen şirketler üzerinde yaptığı araştırmaya göre, başarının ölçülmesinde kullanılan kriterlerin başında şirketin hisse değerindeki artış ilk sırada yer almaktadır. İkinci sırada kârlılık ve üçüncü sırada da sermayenin getirisi ölçüleri gelmektedir. Kuzey Amerika’daki araştırmaya göre ise ilk sırada kârlılık, ikinci sırada hisse değerindeki artış ve üçüncü sırada ise yatırılan sermayenin getirisinin geldiği görülmüştür.<sup>175</sup>

Yapılan araştırmaların çoğunda şirket birleşmeleri ve satın almaların başarısız olduğu gerçeği ortaya çıkmaktadır ve yine aynı araştırmalara göre bu başarısızlıkların nedenleri de aşağı yukarı aynıdır.

<sup>172</sup> SEVİM Adnan, a.g.e., s.334

<sup>173</sup> ARSLAN H.Bader, a.g.m.,s.10

<sup>174</sup> SEVİM Adnan, a.g.e., s.335

<sup>175</sup> ARSLAN H.Bader, a g.m.,s.12

Başarısızlığın çok yüksek oranda gerçekleşmesinin ardında yatan nedenler; sermaye yetersizliği, farklı kültürleri bir araya getirmenin olanaksızlığı, örgütsel amaçlar doğrultusunda uyumsuzluk ve gerçekleşmeyen beklentilerdir. Sosyal bilimciler de, işletmelerde insan unsurunun en önemli faktör olduğunun göz ardı edildiğinden başarısızlıkların ortaya çıktığına işaret etmektedirler.

ABD’de faaliyet gösteren önemli bir danışmanlık firması da birleşmelerdeki başarısızlıkların temel nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamaktadır:

- Görev, yetki ve sorumlulukların açıkça belirlenmemiş olması,
- Ortak amaç, misyon ve vizyon eksikliği,
- İş stratejileri ve iş planlarının gerektiği gibi belirlenmemiş olması,
- Merkez ve uç sistemleri birbirine entegre edecek yazılım ve donanıma yeterince yer verilmemesi,
- Birleşme sonuçlarına ilişkin beklentilerin karşılanamaması.

Yukarıdaki nedenlerden de görüleceği üzere, bu beş temel problemin temelinde; beşeri ilişkiler, iletişim eksikliği ve teknolojiyi iyi kullanamama en önemli unsurların başında gelmektedir.<sup>176</sup>

Birleşmelerde başarıya ulaşılması için göz önünde bulundurulması gereken bazı faktörler vardır. Bunlardan ilki, birleşme ve devralmaların, benzer ürüne sahip ve/ veya aynı pazarda olan firmalar ve diğer benzer stratejik özelliklerdeki firmalar arasında olması durumudur. Bir genelleme yapılacak olursa, benzer iş alanlarındaki şirketler arasındaki birleşme ve devralmaların yatay birleşme ve devralmalara göre daha başarılı, yatay birleşme ve devralmalarında dikey birleşme ve devralmalara göre daha başarılı olabileceği görüşü savunulabilir.

Finanse etme yöntemleri de birleşme ve devralma sonrası performansı ve başarıyı etkileyen kriterler arasındadır. Birçok çalışma, ödeme yöntemi olarak nakit kullanmanın hisse senedi kullanmaya göre daha iyi sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur.

Birleşme ve devralmada rol alan firmaların büyüklüğü ve deneyimi de önemli bir başarı faktörüdür. Satın alan firmanın satın alınan firmadan daha büyük olduğu

<sup>176</sup> SEVİM Adnan, a.g.e., s.335-336





durumlarda, her iki firmanın da eşit büyüklükte olduğu durumlara göre daha başarılı bir birleşme ve devralma sonrası performans sağladığı görülmüştür.<sup>177</sup>



---

<sup>177</sup> BİLGİN F.Zeynep, ERDOĞMUŞ İ.Eren, a.g.e.,s.440-441

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3.İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN MUHASEBESİ VE ŞEREFİYE

#### 3.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ VE ŞEREFİYE İLE İLGİLİ MUHASEBE STANDARTLARI

“İşletme Birleşmeleri” ve “Şerefiye” ilgili olarak, Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (Financial Accounting Standart Boards - FASB) tarafından, 141 ve 142 No’lu standartlar hazırlanmıştır. FASB 141 “İşletme Birleşmeleri”, FASB 142 ise “ Şerefiye ve Diğer Maddi Olmayan Varlıklar” ile ilgili muhasebe kurallarını düzenlemektedir.

Bu standartlar dışında, Avrupa Birliği Uluslar arası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board - IASB) tarafından oluşturulan Uluslar arası Muhasebe Standartları (International Accounting Standards - IAS) veya yeni adıyla; Uluslar arası Finansal Muhasebe Standartları (International Financial Reporting Standards - IFRS) tarafından hazırlanan IAS 22 No’lu standart ise “İşletme Birleşmeleri” ile ilgilidir.<sup>178</sup>

Ülkemizde ise, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun 1 Ekim 2002’den itibaren yürürlüğe giren Muhasebe Uygulama Yönetmeliğine ilişkin 6 sayılı Tebliği, bankalar ve bankaların konsolidasyona tabi kuruluşlarının gerçekleştirdiği birleşme, devir ve satın alma işlemlerinin muhasebeleştirilmesi için ilk defa bir muhasebe standardı olarak ele alınmakta ve Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları ile uyumlu bir hale getirilmektedir.<sup>179</sup>

Bunun dışında, Sermaye Piyasası Kurulu’nun (S.P.K.) Seri:XI, 25 No’lu Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği’nin 12.Kısım “İşletme Birleşmeleri”ni düzenlemektedir. Bu Tebliğ, 01.01.2005 yılından itibaren yürürlüğe girecek olmasına rağmen, dileyen işletmeler 31.12.2003 tarihinden itibaren de bu Tebliğ hükümlerini uygulayabileceklerdir.<sup>180</sup>

<sup>178</sup> ÜSTÜNDAĞ Saim, “Global Muhasebe Standartlarına Doğru”, *Activefinans*, Ocak-Şubat 2003, s.3

<sup>179</sup> TOPAY Aysen, “İşletme Birleşmelerinin (birleşme,devir ve satın alımların) muhasebeleştirilmesi - yeni düzenlemeler”, *Activefinans*, Mart-Nisan 2003,s.1

<sup>180</sup> [http:// www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

## 3.2. ŞEREFİYE KAVRAMI

### 3.2.1. Şerefiyenin Muhasebe Standartlarındaki Yeri ve Tanımı

FASB 142, “Şerefiye ve Diğer Maddi Olmayan Varlıklar” ile ilgili muhasebe kurallarını düzenleyen bir standarttır ve bu standardın adından da anlaşıldığı gibi, “şerefiye”, “diğer maddi olmayan varlıklardan” ayrılan bir takım özelliklere sahiptir.

Şerefiye sorunu, yıllardır bir çok ülkede tartışılmıştır. Sayısız çabalara, muhasebe standartlarının varlığına ve çeşitli meslek organlarının uluslararası taslaklar açıklamalarına karşın, gene de şerefiye için evrensel olarak kabul edilmiş bir muhasebe yaklaşımı tam olarak bulunamamıştır. Bu konudaki görüşler farklılık göstermekte ve çok sık değişmektedir.

Bir görüşe göre, herhangi bir değerde olabilen şerefiye, az çok kalıcı ve belirli bir süreye sahip olmalı; bir işletmenin devralmasının sonucu olarak ortaya çıkmalı ve parasal değer ile ölçülebilir olmalıdır.

Diğer bir görüş ise, şerefiyeyi, üretim varlıklarının makul bir kazancının ötesinde beklenen ekonomik getirilerin bugünkü değeri olarak tanımlamıştır. Dolayısıyla, şerefiyeyi; alıcıya, bu kazançları üretmek için gereken varlıkların maliyetinin dışındaki kazançların, maliyeti olarak tanımlamak mümkündür.

Ma ve Hopkins (1988); şerefiyeyi, devralınan işletmenin, aşırı kazançlarının gelecekteki akışının bugünkü değeri olarak tanımlamıştır.<sup>181</sup> Bu yaklaşım uyarınca, kazançlar şerefiye olarak belirlenip kaydedilmiştir. Ne var ki, bu tanımın kavramsallaştırdığı biçimiyle şerefiyeyi ölçmek çok zordur çünkü gelecek gelirlerin tahmin edilmesi mümkün olamamaktadır.<sup>182</sup>

Bir diğer tanıma göre, bir işletmenin normalin üzerinde kazanç sağlama yeteneği olarak nitelendirilen şerefiye, işletmenin kendine özgü kazanç sağlama yeteneğinin, ayrı olarak tanımlanabilen maddi ve maddi olmayan duran varlıkların

<sup>181</sup> Ma R., Hopkins R., “Goodwill - an example of puzzle solving in accounting”, *Abacus*, 1988, Cilt 24, Sayı.1, s.5

<sup>182</sup> Seetharaman A., Balachandran M., Saravanan A.S., “Accounting treatment of goodwill: yesterday, today, and tomorrow: Problems and prospects in the international perspective”, *Journal of Intellectual Sermaye*, Bradford, 2004, Cilt.5, Sayı.1, s.131

bir arada çalışması ile bağıntılı olarak ortaya çıkan maddi olmayan avantajların sonucu olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>183</sup>

Sonuçta, şirket devralmalarının arkasında sadece belirli sayıdaki iktisadi varlığa sahip olma düşüncesi yatmamaktadır; bundan daha önemlisi, devralınan şirketin sahip olduğu iktisadi varlıkların, sektör ortalamasının üstünde kar yaratma kapasitesinin olması gerekmektedir.<sup>184</sup>

Türkiye’de ise peştamallık, hava parası, firma değeri olarak da adlandırılan şerefiye, MUGT (Muhasebe Uygulama Genel Tebliğ) ve V.U.K.’da bir işletme devralırken katlanılan maliyet ile söz konusu işletmenin rayiç bedelle hesaplanan net varlıklarının değeri arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Şerefiyenin uluslararası standartlardaki tanımlarına bakıldığında bunlarında yukarıdaki tanıma paralel olduğu görülmektedir. IAS 22’de, bir firmanın diğer bir firmayı satın alma tarihindeki satın alınan tanımlanabilir aktiflerin ve pasiflerin satın alma tarihindeki gerçeğe uygun değerinin maliyeti aşan kısmı olarak tanımlanmaktadır. APB Opinion No 16’ya göre; şerefiye, satın alınan firmanın maliyet değerinin, bu firmanın varlıklarının ve yükümlülüklerini aşan kısmıdır; yani borsada işlem gören bir şirketin şerefiyesi, şirketin hisselerinin toplam piyasa değeri ile şirketin net defter değeri arasındaki farktır.

Bir başka tanım ise, ayrı ayrı belirlenmesi mümkün olmayan teknik beceri ve bilgi, yönetim ve pazarlama gibi alanlarda bir şirketin ortalamanın üzerindeki gücüne karşılık gelen değeridir.<sup>185</sup>

### 3.2.2.Şerefiyeyi Diğer Varlıklardan Farklı Kılan Özellikleri ve Unsurları

Şerefiye, finansal tablolarda gösterilen en karmaşık ve tartışmalı varlıklardan birisidir. Bunun sebebi ise, pazarda tek olarak satılabilen ya da değiştirilebilen alacaklara, stoklara veya patentlere benzememesi ve dolayısıyla

<sup>183</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, *Muhasebenin Kuramsal Yapısı*, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Yayın No:150, Eskişehir, 1999,s.443

<sup>184</sup> AKIŞIK Orhan, “Bir Maddi Olmayan Duran Varlık Kalemi: Şerefiye; Amerikan, Uluslar arası Türk Muhasebe Standartları İçindeki Yeri”, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, Sayı.9, Mayıs 2003, s.88

<sup>185</sup> KURT Ganite, “Şerefiye’nin Uluslar arası ve Türkiye Muhasebe Uygulamaları Açısından İncelenmesi”, *MÖDAV- Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, Cilt:5, Sayı:1, Mart 2003,s.92

kendine özgü bir niteliğe sahip olması ve ancak işletme ile birlikte, bir bütün olarak tanımlanabilmesidir.<sup>186</sup>

Şerefiye, maddi olmayan duran varlık olarak kabul edilmesine rağmen, Uluslararası Muhasebe Standartlarında ve Türk Muhasebe Standardında “Maddi Olmayan Duran Varlık” Standardı kapsamında yer almamaktadır.<sup>187</sup> Bununla birlikte Tekdüzen Muhasebe Hesap Planında, şerefiye, 261 hesap koduyla, maddi olmayan duran varlıklar hesap grubunun altında gösterilmektedir.

Günümüz ekonomisinde, maddi olmayan varlıklar birçok şirketin sahip olduğu en önemli varlıklardan bazılarını oluşturmaktadır. Maddi olmayan varlıklar, şirket faaliyetlerindeki başarının giderek önemli öğeleri haline gelmiştir. Çoğu şirket için, bu tür varlıklar, hem kendi gelişmelerindeki temel faktörleri hem de onların şirket değerlerinin önemli bir kısmını teşkil eder hale gelmiştir. Bundan dolayı, maddi olmayan varlıkların ölçülmesi ve değerlendirilmesi; yöneticiler, yatırımcılar ve muhasebe standartlarını koyanlar dahil birçok tarafı büyük ölçüde ilgilendiren bir konu haline gelmiştir. İşletmelerin, piyasa değerinin bir unsuru olan maddi olmayan varlıklar, 1980’lerin başlarından 2000’lerin sonuna kadar, % 40’dan % 85’e çıkmıştır.

Maddi olmayan varlıklar patent, copyright, şerefiye, ticari markalar, marka adları, franchising ve diğer benzer mülkiyet gibi fiziksel olmayan kalemler olarak tanımlanabilir.

Uluslararası Muhasebe Standardı, IAS 38, maddi olmayan varlıkları, “malların ya da hizmetlerin üretim ya da arzında kullanılmak veya başkalarına kiralamak ya da idari amaçlarla kullanılan ve fiziksel öz taşımayan, belirlenebilir, parasal olmayan varlıklardır” şeklinde tanımlamıştır.

IAS 38’e göre, varlık;

- geçmiş olayların bir sonucu olarak, işletme tarafından kontrol edilebilen,
- işletmeye, gelecekte bir ekonomik fayda sağlayacağı beklenen bir kaynaktır.<sup>188</sup>

<sup>186</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.444

<sup>187</sup> KURT Ganite, a.g.m., s.93

<sup>188</sup> TALHA Mohammad, “ Valuation Of Intangible Assets In Accounting”, **Constuction Accounting & Taxation**, Boston, Ocak-Şubat 2004, Cilt:14, Sayı.1, s.75

Varlıklar ile ilgili yapılan tanımlara bakıldığında, varlıkların sahip olduğu genel nitelikler şu şekilde belirlenmiştir:

- Varlıklar işletmeye ekonomik bir fayda sağlamalı ve bu ekonomik fayda işletmeye nakit akışı sağlama potansiyelini göstermelidir. Varlıklar; işletmeye katma değer yaratacak mal ve hizmetlerin üretimde bulunarak, borçların ödenmesinde kullanılarak veya işletmeye değer yaratacak başka şeylerle değiştirilerek işletmeye hizmet eder.
- Kontrol edilebilir olmalıdır. Kontrol, ancak hukuki mülkiyet haklarına sahip olmakla mümkün olabilmektedir.
- Varlıklar yapılan bir işlem veya bir olayın sonucu ortaya çıkmalıdır. Bu muhasebede maliyetle ölçmenin bir gereğidir.
- Varlıklar değiştirilebilmelidir. Değişim konusu olan varlık işletmeden ayrılabilir ve bu varlık tek başına bir değer ifade etmelidir. Bu görüşe göre değiştirilemeyen bir varlığın ekonomik değeri söz konusu değildir. Çünkü bunun satın alma veya satış ile el değiştirmesi mümkün değildir. Bu nedenle de bir piyasa fiyatı oluşmamaktadır.<sup>189</sup>

Şerefiyeyi oluşturan unsurlar ise, bir işletmenin değerine ve kazanma gücüne katkıda bulunabilen birçok faktörün ve durumun bir araya gelmesiyle açıklanabilir. Bunlar:

- Üstün bir yönetim ekibi,
- Seçkin bir satış organizasyonu,
- Etkili reklam,
- Gizli süreç veya formül
- İyi işçi-işveren ilişkileri,
- Yüksek kredi değerliliği,
- Üst düzey eğitim programı,
- Toplumda sahip olunan yüksek yer,
- Yeteneklerin veya kaynakların bulunması,
- Uygun vergi koşulları,
- Uygun devlet düzenlemeleri,

<sup>189</sup> KURT Ganite, a.g.m.,s.93-94

- Diğer işletmelerle lehte ilişkiler,
- Stratejik yerleşim,
- Rakibin yönetimindeki zayıflık,
- Rakibin faaliyetlerinde lehte olmayan gelişmeler.

Yukarıdaki unsurlara baktığımız zaman, bir varlık olarak şerefiyenin, işletmeden ayrı olarak tanımlanabilir bir varlık olmadığı görülmektedir ve bu unsurları ölçmek ise çok karmaşık işlemler gerektirmektedir. Diğer bir ifadeyle, gelecekte beklenen ekonomik faydalarla ilişkilendirilecek maliyetleri saptamak çok zor olmaktadır.<sup>190</sup>Yukarıdaki varlık tanımına baktığımızda, şerefiyenin; değiştirilebilir, kontrol edilebilir, güvenilir bir şekilde ölçülme özelliklerine sahip olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla varlık olma niteliğini tümüyle kapsamadığı görülmektedir. Bu nedenle şerefiye muhasebeleştirilmesi açısından kendine özgü bir niteliğe sahiptir.

Şerefiyeyi diğer varlıklardan ayıran özellikler şöyledir;

- Şerefiye tanımlanabilir bir varlık değildir. İngiltere Muhasebe Standardı SSAP 22 ( Statement of Standard Accounting Practices), tanımlanabilir varlığı; işletmeye bir bütün olarak elden çıkarmayı gerektirmeden ayrı ayrı belirlenebilen ve satılabilen (veya ödenebilen) varlıklar (ve borçlar) olarak tanımlamaktadır.
- Şerefiye ile onun için yapılan harcama arasında güvenilir ve öngörülebilir bir ilişki yoktur.
- Şerefiyeyi oluşturan unsurlarının değerlerinin belirlenmesi mümkün değildir.
- Şerefiyeye biçilen değer değişiklik gösterebilir.

Şerefiyeyi diğer varlıklardan ayıran bu özelliklerine rağmen, işletmeye gelecekte bir ekonomik fayda sağlaması beklenen bu harcama varlık olarak kabul edilmelidir. Gelecekteki ekonomik fayda, satın alınan tanımlanabilir varlıklar arasındaki sinerjiden kaynaklanabileceği gibi finansal tablolarda bir varlık olarak nitelendirilmese bile satın alanın ödemeyi yapmaya hazır olduğu değerlerden kaynaklanabilir.

<sup>190</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.445



Şerefiyenin gerçekleşmesi için beklenen bir ekonomik faydanın işletme açısından gelecekte daha büyük bir kazanma gücüne dönüşebileceği beklenmektedir. Bu nedenle şerefiye maddi olmayan bir varlık olarak kabul edilmeli ve satın alma sonucu ortaya çıkan şerefiye aktifleştirilerek finansal tablolarda yer almalıdır.

FASB 142'de, maddi olmayan varlıkların amortismanı ile ilgili yeni bir uygulama getirilmiştir. Buna göre, eğer maddi olmayan varlıklar tanımlanabiliyor ve değerleri ölçülebiliyorsa; kullanım süreleri en fazla 20 yıl olacaktır. 20 yıldan fazla kullanım ömrüne sahip bir varlık ise, sınırlı süreli ve sınırsız süreli olmak üzere iki gruba ayrılacaktır. Kullanım süresi en fazla 20 yıl olan maddi olmayan varlıklar normal amortisman yöntemine göre amortismanına tabi tutulacaktır. Kullanım süreleri 20 yıldan fazla olup süresi belli olan (25 yıl-30 yıl gibi) maddi olmayan duran varlıklarda da normal amortisman yöntemi uygulanacaktır ama, kullanım süresi belirsiz olan maddi olmayan duran varlıklar için ise normal amortisman yöntemi yasaklanmıştır. FASB'in yayınladığı bu standarda göre de şerefiye artık sınırsız süreli ömrü olan bir maddi olmayan varlık olarak görülecektir ve her yıl "yıpranma testleri" yapılarak değerlendirilecek ve sadece yıprandığında kar/zarar hesabına devredilecektir.<sup>191</sup>

### 3.2.3. Şerefiyenin Ortaya Çıkma Biçimi

#### 3.2.3.1. Birleşme Sonucu Oluşan Şerefiye

Şerefiye işletme birleşmelerinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Birleşme farklı şekillerde meydana gelmektedir. Bunlar aşağıdaki biçimlerde olabilir:

- Birleşen şirketlerden biri, diğer şirketin tamamını satın alır, devir alınan varlıklar ve borçlar ise devralan işletmeye aktarılır. Devir alınan işletmenin tüzel kişiliği sona erer,
- Birleşecek şirketler varlıklarını sona erdirerek yeni bir şirket meydana getirirler. Her iki şirketin de tüzel kişiliği sona erer yeni bir tüzel kişilik kurulur,

<sup>191</sup> GREENWALD Judy, "M&A accounting rule leaves questions unanswered", *Business Insurance*, Chicago, 17 Mart 2003, Cilt.37, Sayı.11, s.14

- Bir şirket diğer şirketin hisse senetlerini satın alır. Her iki şirketin tüzel kişilikleri devam eder.

İşletme birleşmelerinin şekli ne olursa olsun, muhasebeleştirilmesinde iki yöntem vardır. Bunlar, çıkarların birleşmesi ve satın alma yöntemidir.<sup>192</sup>

### 3.2.3.1.1. Çıkarların Birleşmesi

“Menfaatlerin Birleşmesi” veya “Hakların Birleşmesi” de denilen bu birleşme türü, 1930’ların başından itibaren Amerika Birleşik Devletlerinde geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Amerika’da, muhasebe standartlarında ise ilk olarak 1950 yılında yer almıştır. Yöntem 1960’lı yıllarda oldukça popüler bir hale gelmiştir. Ancak, günümüzde bu yöntem giderek terk edilmeye başlanmıştır. Standartlar ya bu yönteme yer vermeme veya kısıtlama yoluna gitmişlerdir. Özellikle, yöntemin geniş uygulama alanı bulduğu Amerika, FASB 141 “Şirket Birleşmeleri” standardında değişiklik yaparak 2001 yılının Haziran ayından itibaren bu yöntemin uygulanmasını yasaklamıştır. Aynı şekilde, yöntemin, Fransa ve İspanya’da da uygulanması yasaklanmıştır. İngiltere’de ise yöntemin uygulanması kısıtlanmış durumdadır.

İşletme Birleşmeleri ile ilgili, Uluslar arası Muhasebe Standardı IAS 22’nin 8. maddesinde, menfaatlerin birleşmesi aşağıdaki gibi tanımlamaktadır.

“Menfaatlerin birleşmesi, birleşen işletmelerin ortaklarının, varlıkları ve faaliyetleri üzerindeki kontrol haklarını, hiç bir işletmenin alıcı olarak tanımlanamadığı birleşilen işletmeye bağlı risk ve menfaatleri üzerinde bir kesilme olmadan ortak paylaşımı elde etmek için birleştirdikleri birleşme türüdür”.<sup>193</sup>

Tanımdan da anlaşıldığı gibi bu yöntemin uygulanabilmesi için, iktisap eden tarafın yani alıcı işletmenin belirlenememesi durumu olmalıdır.

Menfaatlerin birleşmesi yöntemine göre, tarafların bilanço kalemleri defter değerlerine göre birleştirilir. Şirketlerin bilançolarındaki tüm kalemler iki şirket arasındaki borç ve alacakların elimine edilmesinden sonra toplanır. Hisse senedi değişim oranlarının farklılığından dolayı oluşan şerefiye ise sermaye yedeklerinden

<sup>192</sup> KURT Ganite, a.g.m.,s.94

<sup>193</sup> KARAPINAR Aydın, “Şirket Birleşmeleri ve Uluslar arası Muhasebe Standartlarına Göre Değerlendirilmesi”, Muhasebe ve Denetime Bakış, Sayı.8, Ocak 2003, s.85

düşülür. Birleşmeden önce varolan risk ve faydaların taraflar arasında ortaklaşa paylaşılması bu yöntemin temelini oluşturur ve bu bağlamda yöntem sadece “eşitler arasında birleşmeler (merger of equals)”de kullanılır.<sup>194</sup>

Sonuçta, hakların birleştirilmesi şeklinde tanımlanabilen işletme birleşmelerinde, muhasebe yöntemi olarak, çıkarların havuzlanması yöntemi kullanılmaktadır. Bu yöntemin en önemli avantajı ise kolay uygulanan bir yöntem olmasıdır. Hakların birleştirilmesinde özü itibarıyla, herhangi bir iktisap meydana gelmemekte ve işletme birleşmesi öncesinde mevcut risk ve menfaatlerin birleşme sonrasında da müşterek olarak paylaşımı devam etmektedir. Çıkarların havuzlanması yöntemi bu birleşmeyi, cari ve önceki dönemlerin tümünde, birleşen işletmeleri, grubun bir parçasıymış gibi varsayarak muhasebeleştirir. Böylelikle birleşmeye katılan işletmelerin mali tablolarının toplulaştırılmasıyla oluşturulan yeni birleşik işletmenin mali tablolarında sadece küçük değişikliklerin yapılması yeterli olur.

Sonuç olarak, bu yöntemle birleşen işletmelerde “şerefiye” ayrı bir varlık olarak ortaya çıkmaz.

#### **3.2.3.1.2. Satın Alma Yöntemi**

Birleşme sonucunda, bir işletme, diğer işletme veya işletmeleri kontrolü altına alabiliyorsa bu tür birleşmeler satın alma veya elde etme türü birleşmeler olarak nitelendirilir. Bu tür birleşmenin özelliği, kontrolü ele geçiren bir işletmenin, bir başka ifade ile alıcı işletmenin belirlenebilmesidir.

İşletme birleşmelerinde birleşen taraflardan biri aşağıdaki şartların varlığı halinde iktisap eden (alıcı işletme) olarak belirlenebilir.

- Oy hakkının yarısından fazlasına sahip olunması veya kullanma gücünün olması.
- İşletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücünün elde edilmiş olması.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atama ya da görevden alma gücünün olması.

<sup>194</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, “Füzyonlar ve Muhasebe Yöntemlerinde Meydan Gelen Gelişmeler”, *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, Ocak 2004, s.361

- Yönetim kurulu toplantılarında oyların çoğunluğunu elinde bulundurma gücünün olması.
- Makul değerinin diğer işletmenin makul değerinden önemli ölçüde büyük olması.
- Birleşme, oy hakkına sahip hisselerin nakit karşılığı el değiştirmesi yoluyla gerçekleştiyse, nakdi veren taraf olunması.
- Birleşme sonucu yeni kurulan işletmenin yönetim kadrosunun seçiminde etkin olan yöneticilerin bulunduğu taraf olunması.

Yukarıda belirtilen kriterler dikkate alındığında işletme birleşmelerinin büyük bir çoğunluğunda iktisap edenin belirlenmesi mümkün olabilmekte dolayısıyla birleşme türü “iktisap” olarak tanımlanabilmekte ve satın alma (iktisap) yöntemine göre muhasebeleştirilmesi gerekmektedir.<sup>195</sup>

Yapılan araştırmalara göre, dünyadaki işletme birleşmelerin %97’sinin satın alma şeklinde olduğu ortaya çıkmıştır.<sup>196</sup>

İşletme birleşmeleriyle ilgili Uluslar arası Muhasebe Standardı IAS 22’nin 12.maddesine göre, satın alma türü birleşme kapsamında bir de “tersine satın alma” ya da S.P.K. Tebliği’nde geçen adıyla “ters iktisap” şeklinde gerçekleşen bir birleşme de tanımlanmaktadır. Satın almada, satın almak isteyen işletme, satın almak istediği işletmenin hisse senetleri için ya nakit veya nakde eşdeğer varlıklarla ya da yeni çıkardığı hisse senetleri ile ödeme yapmaktadır. Hisse senedi çıkararak yapılan ödemelerde, çıkartılan bu hisse senetleri nedeniyle, nadiren de olsa, birleşilen işletmenin kontrolü satın alınmak istenen işletmeye geçebilir. Bu durum tersine satın alma olarak adlandırılır. Muhasebeleştirme uygulaması bakımından, bu tür birleşmelerde, hisse senetleri satın alınan taraf alıcı işletme olarak kabul edilir.<sup>197</sup>

Şerefiye, satın alma yöntemine göre birleşmelerde ortaya çıkmaktadır. Satın alma yöntemine göre muhasebeleştirmenin yapılabilmesi için, öncelikle iktisap maliyetinin ve iktisap edilen tanımlanabilir varlık ve borçların makul değerlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu iki unsur belirlendikten sonra aralarında oluşan fark, söz konusu iktisaba ilişkin şerefiye veya negatif şerefiye tutarını oluşturur.<sup>198</sup>

<sup>195</sup> TOPAY Aysen, a.g.m., s.4

<sup>196</sup> ARSLAN H.Bader, a.g.m., s.3

<sup>197</sup> KARAPINAR Aydın, a.g.m., s.87

<sup>198</sup> TOPAY Aysen, a.g.m., s.3

Sermaye Piyasası Kurulu'nun, Sermaye Piyasası'nda Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği'nin 12. Kısımındaki "İşletme Birleşmeleri"ni düzenleyen bölümünde, yukarıda adı geçen, makul değer, iktisap maliyeti ve tanımlanabilir varlık ve borçların tanımları yapılmıştır.

Buna göre, makul değer, "bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyatı veya bir yükümlülüğün yerine getirilmesinde esas teşkil edecek meblağ" olarak tanımlanmıştır.<sup>199</sup>

Bir başka tanıma göre ise, makul değer, bir varlığın satılması ile gerçekleşecek olan tahmini bir fiyat veya bir yükümlülüğün yerine getirilmesi için ödenecek olan tahmini bir bedeldir. Makul değer, bir varlık veya yükümlülüğün piyasa değerini yansıtmaktadır. Piyasa değeri ise, bir varlık veya yükümlülüğün ekonomik özellikleri hakkında piyasadaki tüm tarafların vardığı bir fikir birliği sonucu ortaya çıkar.<sup>200</sup>

Tebliğ'de geçen iktisap maliyeti, "iktisap edilen işletmenin net varlıkları ve faaliyetleri üzerinde kontrol elde etmek amacıyla iktisap edilen tarafından verilen nakit veya nakit benzerleri ile diğer varlıkların değişim tarihindeki makul değeri ile elde etme ile doğrudan ilişkili her türlü maliyet" anlamında kullanılmaktadır. İktisap edenin, iktisap ile ilgili tescil ve hisse basım masrafları ile muhasebecilere, hukuk danışmanlarına, değerlendirme çalışması yapanlara ve diğer danışmanlara iktisapla ilgili olarak ödediği ücretler doğrudan ilişkili maliyetleri oluşturur. Genel yönetim giderleri ve doğrudan iktisap ile ilişkilendirilemeyen diğer giderler, iktisap maliyetine eklenmez ve oluştuğu dönemde gider olarak mali tablolara alınır.

İktisap edilen "tanımlanabilir varlık ve borçlar" ise, elde etme tarihi itibarıyla iktisap edilenin bilançosunda yer alan ve iktisap eden tarafından da iktisap tarihinden itibaren kayıtlara alınan varlıklar ve yükümlülüklerdir. Bunun dışında, elde etme tarihi itibarıyla sadece aşağıdaki hususların varlığı halinde iktisap edilenin bilançosunda yansıtılmayan tanımlanabilir varlıklar ve yükümlülükler ayrıca mali tablolara alınır. Bunlar,

<sup>199</sup><http://www.spk.gov.tr>

<sup>200</sup> POROY ARSOY Aylin, "Bağlı Ortaklıkların Bilançolarının Makul Değerle Değerlenmesi ve Şerefiyenin Hesaplanması", Muhasebe ve Denetime Bakış, Eylül 2003, Sayı.10,s.133

a) Varlıkla ilgili ekonomik faydanın işletmeye akmasının veya yükümlülükle ilgili olarak ekonomik fayda içeren değerlerin işletmeden çıkmasının muhtemel olması,

b) İlgili varlık veya yükümlülüğün maliyetinin veya makul değerlerinin güvenilir bir şekilde hesaplanması,

Mali tablolara alınma kriterlerini taşımayan varlık ve borçların satın alınmasının, iktisapta ortaya çıkan şerefiye veya negatif şerefiye miktarının belirlenmesinde etkisi olacağı açıktır, çünkü şerefiye veya negatif şerefiye iktisap maliyetinin tanımlanabilir varlık ve borçların mali tablolara alınmasından sonra kalan kısmını temsil etmektedir.<sup>201</sup>

### **3.2.3.1.2.1. Tanımlanabilir Varlık ve Borçların Makul Değerlerinin Belirlenmesi**

Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği'nin 12. Kısımındaki "İşletme Birleşmeleri"ni düzenleyen bölümün 314. maddesi her bir varlık ve borç kalemi için makul değer belirlenmesinde uyulacak yöntemleri açıklamıştır. Buna göre,

- Piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin makul değeri cari piyasa değerleri üzerinden belirlenir.
- Piyasalarda işlem görmeyen menkul kıymetlerin makul değerleri, benzer niteliklere sahip diğer işletmelerin benzer menkul kıymetlerinin fiyat kazanç oranları, temettü getirileri ve beklenen büyüme oranları dikkate alınarak tahmin edilen değerleri üzerinden belirlenir.
- Alacakların makul değerleri, uygun cari faiz oranları kullanılarak hesaplanan tahsil edilecek tutarların bugünkü değerleri ile belirlenir, bu tutardan alacakların tahsil edilememesi durumunda oluşacak zararlar için ayrılan karşılıklar ve tahsilat giderleri düşülür. Kısa vadeli alacaklarda nominal değer ile iskontolu değer arasındaki fark önemli değilse iskonto yapılması şart değildir.

<sup>201</sup> <http://www.spk.gov.tr>



- Stokların makul değeri, mamuller ve ticari mallar için satış fiyatlarından, elden çıkarma maliyeti ile iktisap edenin satış çabasına karşılık ayracağı makul bir kar karşılığının düşülmesi, yarı mamullerde; satış fiyatından mamulün işlenmesi için oluşacak ek maliyet, elden çıkarmanın maliyeti ve işleme ve satma çabasına karşılık ayrılmış olan makul bir kar karşılığının benzer mamul karlılığı da göz önünde bulundurularak düşülmesi suretiyle, hammadde için ise yenileme maliyeti üzerinden belirlenir.
- Arsa ve binaların makul değeri piyasa değerleri üzerinden belirlenir.
- Makine ve teçhizatların makul değeri, değer biçme çalışmasıyla saptanan piyasa değeriyle belirlenir. Makine ve teçhizatın piyasa değeri, söz konusu makine ve teçhizatın işletmeye özgü olması ya da ancak ilgili iş ünitesinin satılması halinde elden çıkarılabilecek olması gibi nedenlerle nadir olarak satılabilir durumda olmasından dolayı belirlenemiyorsa, amortismanına tabi tutulmuş yenileme maliyeti üzerinden belirlenir.
- Maddi olmayan varlıkların makul değeri, aktif bir piyasa baz alınarak belirlenir. Eğer aktif bir piyasa yok ise işletmenin o aktife bilgili ve istekli taraflar arasında muvazaasız bir işlem sonucunda varlığın el değiştirmesi durumunda işletmenin söz konusu varlık için ödemesi gereken tutardır.
- Kısa vadeli borçlar ve borç senetleri, uzun vadeli borçlar, yükümlülükler, tahakkuklar ve diğer ödenecek tazminatların makul değeri, yükümlülükleri karşılamak için ödenecek tutarların cari faiz oranları kullanılarak hesaplanan bugünkü değerleri üzerinden belirlenir .

Makul değer belirlenmesine ilişkin genel prensiplerde, bir kalemin makul değerinin belirlenmesi için bugünkü değere indirgenmesi gerekliliğinin belirtilmemesi, ilgili kalem için bugünkü değer kullanılmayacağı anlamına gelmez.

Bir maddi olmayan varlığın makul değeri aktif piyasa referans alınarak belirlenemiyorsa, iktisap tarihinde o maddi olmayan varlığın kayıtlı değeri, iktisapta negatif şerefiye yaratmayacak veya negatif şerefiyeyi arttırmayacak şekilde belirlenir.<sup>202</sup>

<sup>202</sup> <http://www.spk.gov.tr>.



### 3.2.3.1.2.2. Menfaatlerin Birleşmesi ve Satın Alma Yöntemlerinin Bilanço ve Gelir Tablosu Üzerindeki Etkilerinin Karşılaştırılması

Menfaatlerin birleşmesi yöntemi ile satın alma yöntemi arasındaki en önemli fark menfaatlerin birleşmesi yönteminde, bilançodaki gizli borçlar ile gizli yedeklerin çözülmemesi ve ortaya çıkan şerefiyenin doğrudan yedeklerden düşülmesi sonucunda birleşme bilançosunda yer almamasıdır. İki yöntem arasındaki bu uygulama farkı sadece birleşmenin gerçekleştiği yıldaki birleşme bilançolarının farklı olmasına değil aynı zamanda gelecek dönemlerdeki bilanço ve gelir tablolarının da farklı olmasına sebep olmaktadır.

Menfaatlerin birleşmesinde bilanço toplamı, satın alma yöntemi ile hazırlanmış bilanço toplamına göre daha düşüktür. Menfaatlerin birleşmesi yönteminin kullanımı sonucunda, gizli borçlar ile gizli yedeklerin mali tabloların birleştirilmesi sırasında çözülmemesi ve şerefiyenin yedeklerden düşülmesi ile gelecek dönemlerde dönem sonucu etkilenmez. Ancak, satın alma yönteminin kullanılması ile sadece birleşmenin gerçekleştiği yıl değil sonraki yıllarda da dönem sonucu yöntemin kullanılmasının etkilerini taşır, çünkü, satın alma yönteminin kullanılması, hedef şirketin bilanço kalemlerinin makul değerleri ile değerlendirilmesini gerektirir. Bunun sonucunda satın alma yöntemi kullanılarak oluşturulan bilançodaki varlıklar menfaatlerin birleşmesi yöntemine göre düzenlenmiş bilançodaki varlıklardan daha yüksek değerlidir. Bu durum maddi duran varlıklar üzerinde uygulanan amortisman tutarının daha yüksek olması sonucunu doğuracaktır. Bu arada birleşme sırasında ortaya çıkan ve aktifleştirilen şerefiyenin amortismanı da gerekmektedir. Böylece elde etme yönteminin kullanımı gelecek dönemlerde, menfaatlerin birleşmesi yöntemine göre daha az net gelir açıklanmasına neden olur. Hisse başına kâr oranı da menfaatlerin birleşmesi yöntemine göre daha düşük olacaktır.<sup>203</sup> Her ne kadar bu giderler, gider yazıldıkları yıllarda nakit çıkışı gerektirmedikleri için teorik olarak ele geçiren şirketin piyasa

<sup>203</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.372

değerini etkilememesi beklenirse de pratikte, piyasalar şirket değerlemelerinde hala net gelire de odaklandıkları için bu durum şirket değerini etkilemektedir.<sup>204</sup>

Sonuçta, satın alma yöntemi kullanıldığında bilanço daha güçlü gözükürken, gelir tablosu ise amortisman giderlerindeki yüksek tutarlar nedeniyle menfaatlerin birleşmesi yöntemine göre hazırlanmış gelir tablosuna göre daha kötü bir durum sergiler. Böylece satın alma yönteminin kullanımı sonrasında şirketler üzerinde daha yüksek gelir elde etmek için bir baskı oluşabilir, zira günümüzde şerefiyenin şirket alım değerinin %80-90'ını oluşturduğu düşünüldüğünde birleşme sonucunda varlığını sürdüren şirket gelecek yıllarda zarar etmiş gibi bile gözükabilir.

Menfaatlerin birleşmesi yönteminde satın alma priminin gösterilmemesi bu yöntemin en büyük eksikliklerinden biridir. Menfaatlerin birleşmesi yöntemi kullanılarak yapılan bir birleşme, birleşme zararını gizleyebilir hatta bunu kâr olarak gösterebilir.

Menfaatlerin birleşmesi yöntemini kullanabilmek için tarafların eşitliğinden (merger of equals) sonra gelen en önemli kriter ödemelerin hisse senedi değişimi ile yapılmasıdır. Bu durumda devralınan şirketin hisse senedi sahipleri devralan şirketin hisse senedine sahip olurlar ve böylece vergi mükellefiyeti ortaya çıkmaz.

Sonuç olarak iki yöntem arasında yukarıda bahsedilen uç noktalardaki farklar piyasalarda şirketlerin değerlemesi yönünde büyük dengesizliklere yol açabilmektedir. Yapılan bir araştırma, İngiltere’de şerefiyenin amorti edildiği zamanlarda, söz konusu şirketlerin yatırım notunun düştüğünü ortaya çıkarmıştır. İngiliz yöneticilere göre şerefiyenin hemen yedeklerle kapanması, bunu aktifleştirmek ve amorti etmek zorunda olan şirketlere karşı avantaj sağlamaktadır.<sup>205</sup>

Bu olumsuzlukları gidermek için Haziran 2001’de, FASB, hem ilgili şirketler hem de birleşme ve devralmalar için planlama yapan şirketler için önemli muhasebe ve değerlendirme sorunlarını ortaya koyan, FASB 141 “İşletme Birleşmeleri” Tebliğini yayınlamıştır.

Bu Tebliğin yayınlanmasındaki amaçlar ise aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

- Mali bilginin karşılaştırılabilirliğini geliştirerek mali raporlamayı geliştirmek;
- Devralınan işletmelerin yatırımlarını daha iyi yansıtmak;

<sup>204</sup> AYHAN Ertan, “Şirket Birleşmeleri: Mali raporlama tekniklerinde dünyadaki gelişmeler”, *Activeline*, Haziran 2003, s.2

<sup>205</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.373

- Daha eksiksiz mali enformasyon sağlamak ve
- Uluslararası uyumu geliştirmek.

Bu amaçlar doğrultusunda, 30 Haziran 2001 tarihinden itibaren, “çıkarların birleşmesi” yöntemiyle işletme birleşmelerinin yolu kapatılmıştır.<sup>206</sup> Bununla birlikte, International Accounting Standards Board (IASB) her ne kadar FASB’ın ortaya attığı son yenilikleri olumlu karşıladığını belirtmiş olsa da, şu anki Uluslararası Finansal Muhasebe Standartları (IFRS) uygulamasında her iki yöntemin de kullanılması söz konusudur.

Menfaatlerin birleşmesi yönteminin kullanılmayacak olması, eşitler arasındaki işletme birleşmelerinin (merger of equals) nasıl gerçekleştirileceği sorusunu akla getirecektir. Bu tarz birleşmelerde satın alan taraf belli olmadığı için bir satın alan taraf belirlenecek ve elde etme yönteminin uygulanması sonucunda ortaya çıkan şerefiye aktifleştirilecektir. Satın alan tarafın belirlenmesinde ise, sermaye artışı kimin yaptığı, şirketlerin büyüklükleri, seçme hakkının çoğunlukta hangi tarafa ait olduğu, yeni yönetimde hangi tarafın ağırlığı olduğu gibi konular dikkate alınacaktır.<sup>207</sup>

### 3.2.3.2. İşletme İçinde Oluşan Şerefiye

İşletmelerin net varlıkları gerçeğe uygun değerlerinden daha fazla veya daha az şerefiye değerine sahip olabilirler. Bu değer firma içinde oluşan bir şerefiye değeri olarak ifade edilmektedir. İşletme içinde oluşan şerefiye de aynen satın alma sonucu oluşan şerefiye gibi işletmeye gelecekte ekonomik bir fayda sağlayabilir ve işletme açısından bir katma değer yaratabilir. Fakat bu faydanın ve katma değerın maliyetinin güvenilir bir şekilde ölçülebilir olmaması, şerefiyenin bir bedel ödenerek elde edilmemiş olması yani işletme faaliyetlerinin doğal bir sonucu olarak oluşmasından kaynaklanmaktadır. Bu durum şerefiyeyi soyut bir değer olarak nitelendirmekte ve aktifin gizli bir yedeği olarak nitelendirmektedir.<sup>208</sup> Ancak muhasebece bir maliyete sahip olmayan maddi olmayan duran varlık, işletmenin kazanma gücüne önemli derecede katkıda

<sup>206</sup> TALHA Mohammad, a.g.m., s.84

<sup>207</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.374

<sup>208</sup> KURT Ganite, a.g.m., s.93

bulunuyorsa, bilançoda, özel notlarla, bu tip hak ve avantajları göstermek uygun olacağından yıllar geçmesi ile gelişen şerefiye için defterlerde hiç bir kayıt görülmemesine rağmen finansal raporlarda dip notlarda gerekli bilgi verilmelidir.<sup>209</sup>

### **3.3. ŞEREFİYENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

#### **3.3.1. Şerefiyenin Amortisman Yöntemleri**

Satın alma yoluyla yapılan işletme birleşmeleri sonucunda kayda alınan şerefiyenin nasıl amorti edileceği ile ilgili üç yaklaşım vardır.

##### **3.3.1.1. Şerefiyeyi Öz Kaynaklardan Düşmek**

Bu yaklaşıma göre, şerefiye satın alınır alınmaz, tamamıyla kaydedilmelidir. Bu yöntem uyarınca, şerefiye öz kaynaklar kaleminde, genelde yedek akçe içinde kaydedilmiştir. Spacek'e göre (1964), amortisman keyfidir ve net geliri eksik gösterir. Bu nedenle de şerefiye mevcut yedek akçelere kaydedilmelidir. Bu, yaklaşımının savunucularının bir başka gerekçesi de, şerefiyenin ölçülebilir zorluklar getirmesi ve diğer varlıkların tersine, ayrı olarak satılamayacağı düşüncesidir.<sup>210</sup>

Gelecek yararların sağlanacağı dönemlerin saptanmasının zorluğu, öz kaynaklara hemen yükleme yapılmasını haklı çıkarabilmektedir. Bir diğer yol da şerefiyenin olağandışı bir kalem olarak zarar yazılması suretiyle silinmesidir. Çünkü şerefiye edinimi, işletmenin normal ticari faaliyetleri dışında kalan bir işlemdir. Bu uygulama, işletmelerce raporlanan sonraki dönemlere ait kârların diğer şekilde bulunacak olağan tutardan daha büyük çıkmasına neden olmaktadır. Şerefiyenin derhal silinmesi karşıtları ise, şerefiyenin gelecek hizmet potansiyeline sahip bir varlığı ifade ettiğini, dolayısıyla şerefiye ediniminin gelecek kârlılığın bir göstergesi olduğunu iddia ederler. Bu nedenle şerefiyenin maliyetinin hemen silinmesi, belki yatırımcıları yanlış yönlendirecek ve uygun olmayacaktır. Bu, özellikle emek yoğun işletmelere yatırım yapanlar için doğrudur. Bu tür işletmeler için yapılan yatırımlarda

<sup>209</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e., s.446

<sup>210</sup> Seetharaman A., Balachandran M., Saravanan A.S., a.g.m.,s.135

edinilen şerefiyenin tutarı, diğer varlıklara oranla daha yüksektir; bu nedenle şerefiye maliyetini derhal giderleştirme önemli olacak ve finansal oranlar üzerinde büyük ve yanıltıcı etkiler yaratacaktır.

### **3.3.1.2. Şerefiyeyi Faydalı Ömrü Boyunca Amorti Etmek**

Bu yaklaşımı savunanlar, şerefiyenin değerinin sonuç olarak yok olacağına ve varlığından etkilenen dönemlerin giderlerine yüklenmesinin uygun olacağına inanırlar. Rekabet nedeni ile şerefiyenin etkisini uzun süre devam ettirmesinin beklenemeyeceği; bu nedenle nispeten kısa süre içinde amorti edilmesi gerektiğini ileri sürerler.<sup>211</sup>

Bu düşünceye karşı çıkanların nedenleri ise, şerefiyenin ömrünün belirsiz olmasından dolayı herhangi bir amortisman döneminin keyfi olarak belirleneceğidir. Bunun sonucu olarak da, herhangi bir amortisman döneminin seçilmesi, o dönem sırasında net gelirin eksik hesaplanmasına yol açabilecektir.<sup>212</sup>

### **3.3.1.3. Değerinde Düşme Olmadıkça Şerefiyeyi Süresiz Olarak Bırakmak**

Bu yaklaşımı savunanlar ise, şerefiyenin belirsiz ömre sahip olduğuna ve değerinde bir azalma meydana gelinceye kadar bir varlık olarak sürdürülmesi gerektiğine inanır. Değerde düşme olduğunu gösteren tatmin edici bir kanıt olmadıkça şerefiyenin hesaplardan silinmesi ihtiyaridir; bu da kâr büyüklüğünde bozulmalara yol açar. Diğer taraftan eğer işletme, iş görenler veya yönetimle ilgili başkaları tarafından kopya edilmesi zor olan yeteneklere sahipse, şerefiye o takdirde belirsiz bir faydalı ömre sahip olabilir. Bu durumda şerefiyenin amortismanı hiç bir zaman uygun olmayabilir.<sup>213</sup>

<sup>211</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e., s.447

<sup>212</sup> Seetharaman A., Balachandran M., Saravanan A.S., a.g.m., s.136

<sup>213</sup> CEMALCILAR, Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.447

### 3.3.2. Şerefiyenin Amortisman Yöntemlerinin FASB, IASB ve Türkiye'deki Uygulamaları

Şerefiyenin amortisman süresi, ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Örneğin; ABD'de şerefiyeler, azami 40 yılı aşmayacak bir sürede amortisman tabi tutulurken, bu uygulamaya 2001 yılı ortalarında FASB' in yayınladığı 142 No'lu Finansal Muhasebe Standardıyla son verilmiştir.

142 No'lu Standardın yürürlüğe girmesinden önce, şerefiyelerle ilgili uygulama 17 No'lu Standart ile düzenlenmekteydi. 17 No'lu Standart uyarınca, maddi ve maddi olmayan duran varlıkların yararlı ömürleri süresince amortisman metoduyla itfa edilmeleri öngörülmekteydi.<sup>214</sup>

Bu çerçevede, şerefiye, yararlı ömrü süresince fakat 40 yılı aşmayacak bir sürede, şirketin gelir tablosunda amortisman ayrılarak giderleştirilmekte ve bu durum ise alıcının bilançosunda bir başarı olarak görülmekteydi.<sup>215</sup>

142 No'lu standardın yürürlüğe girmesiyle birlikte, şerefiyenin amortismanında normal amortisman yönteminin kullanımına son verilmiş ve diğer maddi olmayan varlıkların amortismanı konusunda bir dizi yeni uygulama açıklanmıştır.

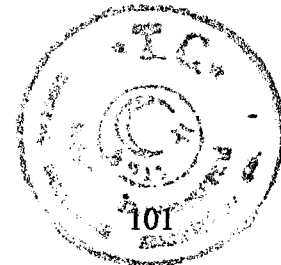
Bu yeni uygulamalara göre, şerefiyenin ve diğer maddi olmayan varlıkların maddi varlıklarda olduğu gibi belli bir düzen dahilinde kullanımları sonucunda değerlerinin azalacağından söz etmek doğru değildir. Gelecekteki sınırsız süreli bir getirinin bugünkü değeri olarak da tanımlanan şerefiye kullanılıp tüketilemez. Satın alma sırasında ortaya çıkan bu değer zamanla birlikte azalır, artar veya değerini korur. Bu nedenle de şerefiyenin değerinin değişip değişmediği her yıl test edilmelidir. Şerefiyenin değeri grup şirketlerinde şirket bazında tespit edilebileceği gibi, şube veya bölüm bazında da yapılabılır tek bir şerefiye değeri elde etmek üzere toplanır. Bu çeşitlendirmenin nasıl yapılacağı hakkında belirli bir yöntem açıklanmamıştır. Şerefiyenin tespitinin yapılacağı birime ise raporlama birimi denilmiştir.<sup>216</sup>

FASB 142 uyarınca, şerefiye için yıpranma testi iki aşamadan oluşmaktadır.

<sup>214</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m., s.88

<sup>215</sup> GREENWALD Judy, a.g.m., s.14

<sup>216</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.374





**1.aşamada**, raporlama birimlerinin değerinin değişip değişmediğine bakılır. Bunun için de raporlama biriminin “defter değeri” ile raporlama biriminin “makul değeri” karşılaştırılır. Eğer, raporlama biriminin “makul değeri” kaydedilen miktarı aşılıyorsa, raporlama biriminin şerefiyesinin yıpranmadığı düşünülür ve ikinci aşamaya geçilmez. Bu fark pozitif çıkarsa; yani raporlama biriminin “defter değeri”, “makul değerinden” yüksek ise, şerefiye değerinin düzeltilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla değerlendirme testinin ikinci aşamasının uygulanması söz konusu olur.

**2.aşamada ise**, şerefiyenin düşen değeri hesaplanır. Bu kez de şerefiyenin “makul değeri” ile şerefiyenin “defter değerinin” karşılaştırılması gereklidir. Şerefiyenin makul değerine, raporlama birimine ait hisselerin makul değeri ile raporlama birimine ait net aktiflerin rayiç değeri arasındaki fark alınarak ulaşılır. Sonuç olarak elde edilen şerefiyenin makul değeri şerefiyenin defter değerinden küçükse zarar var demektir ve bu zararın dönem sonucuna aksettirilmesi gerekir. Bu arada söz konusu zarar gelir tablosunda şerefiye zararı olarak ayrı bir satırda gösterilmelidir. Bilançoda şerefiye son değeri ile yer alır. Bilanço dipnotlarında ise şerefiyenin değerindeki düşüşün nedenleri ayrıntılı bir şekilde anlatılmalıdır. Ancak, şerefiyenin makul değerinin defter değerinden büyük olduğu durumda, şerefiye değerinin arttırılmasına izin verilmemiştir. Burada, ihtiyatlılık ilkesine bağlı kalındığı görülmektedir.<sup>217</sup>

Raporlama biriminin nasıl işlediği aşağıdaki örnekte açıklanmıştır.

**ÖRNEK** : Büyük bir şirketler topluluğunda X şirketi raporlama birimi olarak tanımlanmıştır. Borsaya göre şirketin değeri 800 milyon \$ tutarındadır. Tablo 1’de söz konusu ünitenin varlık ve borç durumu yer almaktadır.

<sup>217</sup> TALHA Mohammad, a.g.m., s.84



**Tablo 8: Şerefiyenin Amortismanı**

| <b>ÖRNEK İLE İLGİLİ VERİLER</b>  |  |   |
|--|--|---|
|  | <b>Defter Değeri (milyon \$)</b>           | <b>Makul Değer (Fair Value) (milyon \$)</b> |
| Dönen Varlıklar  | 100  | 200   |
| Duran Varlıklar  | 500  | 700   |
| Şerefiye   | 600  | 300   |
| Borçlar  | 300  |   |
| <b>Değer Testinin 1. aşaması:</b>  | <b>Raporlama Biriminin Makul Değeri</b>    | <b>800</b>                                  |
|  | <b>Raporlama Biriminin Özvarlıklarının</b> | <b>900</b>                                  |
|  | <b>Defter Değeri</b>                       | <b>-----</b>                                |
|  | <b>Fark</b>                                | <b>-100</b>                                 |
| <p>Söz konusu raporlama biriminin “defter değeri” “makul değerinden” fazla olduğu için şerefiye değerinin düzeltilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla değerlendirme testinin 2. adımının uygulanması söz konusu olacaktır.</p> |  |   |
| <b>Değer Testinin 2. aşaması :</b>   | <b>Dönen Varlıkların Makul Değeri</b>      | <b>200</b>                                  |
|  | <b>Duran Varlıkların Makul Değeri</b>      | <b>700</b>                                  |
|  | <b>Borçlar</b>                             | <b>-300</b>                                 |
|  |  | <b>-----</b>                                |
|  | <b>Özvarlıkların Makul değeri</b>          | <b>600</b>                                  |
|  | <b>Raporlama Biriminin Makul Değeri</b>    | <b>800</b>                                  |
|  |  | <b>-----</b>                                |
|  | <b>Şerefiyenin Makul Değeri</b>            | <b>200</b>                                  |
|  | <b>Şerefiyenin Defter Değeri</b>           | <b>600</b>                                  |
|  |  | <b>-----</b>                                |
|  | <b>Şerefiyenin Amortismanı</b>             | <b>400</b>                                  |

Şirketler topluluğunda tek bir raporlama birimi (X şirketi) belirlenmiştir. İlk aşamadaki testin sonucunda şirketin borsa değerinin net defter değerine göre 100.000.000 \$ tutarında düştüğü ortaya çıkmıştır. Bu durum bilançoda yer alan şerefiyenin değerinin düzeltilmesini gerekli kılmış ve testin ikinci aşaması uygulanmıştır. Burada esas olan amortisman tutarını hesaplamaktır. Bunun için ise şerefiyenin makul değeri ile defter değeri arasındaki farkın alınması gerekmektedir. Örnekte bu fark 400.000.000 \$ olarak hesaplanmıştır.

FASB'ın getirdiği bu yeni uygulamalarla ilgili olarak olumlu ve olumsuz yönde yorumlar yapılmaktadır. İlk olarak, bu yeni uygulamalar sonucunda birleşen şirketlerin kârları, kârlılık oranları ve özellikle nakit yapıları önemli ölçüde etkilenecektir.<sup>218</sup> Bu konudaki eleştirilerden biri, satın alma sırasında ortaya çıkan şerefiyeyi amortize edemeyen devralan şirketlerin, alış fiyatının büyük bir kısmını, yıpranabilir ve amortize edilebilen varlıklardan çok, şerefiyeye ayırarak, kârı yüksek göstermeye çalışacaklarını ve eski muhasebecilik kuralları altında yapamayacakları karı şişirme eylemini bu şekilde yapabilecekleridir.<sup>219</sup> Örneğin, satın alınan şirketin patentli bir ürünü olduğunu düşünelim. Satın alma bedelinden patent bedeline tahsis edilen pay azaldıkça şerefiye artmakta, dolayısıyla, ileride ayrılacak amortisman azalmaktadır.<sup>220</sup> Bunların sonucunda, devralan işletmenin hisse başına kâr oranı artacak, fiyat/kazanç oranında iyileşme söz konusu olacaktır. Bu durum işletme birleşmeleri yaşamış olan şirket hisselerine olan talebin de artmasına sebep olacaktır. Ayrıca, şirketler şerefiye amortismanının zamanlamasını ayarlayarak fon ihtiyacını sermaye piyasasından sağlayabileceklerdir.

Şerefiye ile ilgili yeni uygulamada şerefiyenin amortismanının gerekliliğinin yapılacak bir test ile saptanması da eleştirilere maruz kalmıştır. En başta testin güvenilirliği uygulamanın çok hassas bir noktasıdır. Bunun dışında şirketlerin amortisman tarihini kendi bilanço politikalarına göre yönetme şansına sahip olmaları onlara geniş bir hareket serbestisi sağlamıştır. Konu ile ilgili olarak standartlarda üçüncü şahıslara detaylı açıklamalar yapma gereği bir yaptırım olarak getirilmiş ve meydana gelebilecek olumsuzluklar engellenmeye çalışılmıştır. Bunun dışında testler şirketlere oldukça büyük birer maliyet yükü de getirecektir.

Konu ile ilgili bir başka eleştiri ise yeni uygulamalar sonucunda şerefiyenin sistemli bir şekilde amortismanına tabi tutulmamasının şirketleri belirsizliğe doğru iteceği yönündedir; zira şerefiyenin değer kaybına uğradığı yıllarda büyük tutarlarda amortisman ayrılacaktır. Bu durum ise öz kaynakların azalmasına sebep olacak ve bilanço analizlerinde şerefiyenin öneminin artması sonucunu doğuracaktır.<sup>221</sup>

<sup>218</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.376-377

<sup>219</sup> Talha Mohammad, a.g.m., s.84

<sup>220</sup> AYHAN Ertan, a.g.m., s.2

<sup>221</sup> SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan, a.g.e.,s.377

Buradan çıkan sonuca göre, şerefiye sadece yıpranma testlerine göre, değerinde bir düşüş varsa gider yazılabilecektir. Bu durumda yıpranma testlerinde hangi kriterlere dikkat edildiği de önemli bir konudur. Bu konuda, Uluslar arası Muhasebe Standartları Kurulu'nun yayınladığı IAS 36, yıpranma kriterlerini açıklamaktadır.

Yıpranma kriterleri, dış kaynaklar ve iç kaynaklar olarak ele alınmaktadır.

Dış kaynaklardan dolayı oluşacak yıpranma kriterlerinin bazıları; piyasa değerindeki düşmeler; beklenmedik bir rekabet; hukuksal kurallarda önemli ters bir değişikliğin olması; teknolojik veya ekonomik değişmeler; piyasa faiz oranlarında artışlar; şirketin hisse senedi fiyatının defter değerinin altına düşüşüdür.

İç kaynaklarda ise, eskime ya da fiziksel hasar; yeniden yapılandırılmaya ya da elden çıkarılmaya tabi varlıklar; beklenenden kötü ekonomik performans gibi kriterler dikkate alınabilir.<sup>222</sup>

Amerikan Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartlarında şerefiyelerin amortismanı uygulamasına son verilmesinin başlıca nedeni olarak, amortismanda göz önünde bulundurulacak sürenin, yani yararlı ömrün seçilmesinde şirketlerin bir ölçüde keyfi davranmaları ileri sürülmektedir. Zira bundan önceki uygulamada, şerefiyelerin 40 yılı aşmayacak bir sürede amortisman ayrılması yoluyla giderleştirilmesi, sürenin uzun oluşu nedeniyle, firmaların farklı yararlı ömür seçmelerine neden olmaktadır.

Uluslararası Muhasebe Standartlarında ise, bu konuda bir değişiklik olmayıp, amortisman uygulamasına aynen devam edilmektedir.<sup>223</sup> IAS 22'e göre şerefiyenin faydalı ömrünün normal şartlar altında en fazla 20 yıl olacağı öngörülmektedir. Ancak, işletme varlıktan beklenen ekonomik faydanın varlığın ömrü boyunca kazanç elde edeceğini tahmin ediyorsa süre uzatılabilir. Satın aldıktan sonra şerefiyenin gelecekteki nakit akışında bir düşüşün olması ve bunun nedenin şerefiyenin hesaplanmasındaki bir hatadan kaynaklanması durumunda, şerefiye gider olarak kayıtlara alınmalıdır.

Şerefiyenin faydalı ömrünün hesaplanmasında şu hususlara dikkat edilmelidir.

<sup>222</sup> BURL David, "Goodwill Shunting", *Financial Management*, Londra, Haziran 2003, s.30

<sup>223</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m. ,s.89

- İşin veya sektörün öngörülen ömrü,
- Ürünün modasının geçmesinin talepteki ve diğer ekonomik faktörlerdeki değişmelerin etkileri,
- İşletme için kilit noktalardaki bireylerin veya iş görenlerin hizmet sürelerine ilişkin beklentiler,
- Rakiplerden ve potansiyel rakiplerden beklenen faaliyetler,
- Faydalı ömrü etkileyen yasa, yönetmelik veya sözleşme hükümleri

Şerefiyenin faydalı ömrü zaman içerisinde değişiklik gösterebilir. Bu nedenle her bilanço tarihinde yeniden gözden geçirilmelidir. İşletmenin gelecekte beklenen nakit akışlarında bir azalma olabilir. Örneğin; şerefiyenin değeri ekonomik trendlerden, rekabetçi bir ortamdan veya yasa, yönetmelik ve sözleşme hükümlerindeki değişikliklerden dolayı düşebilir veya şerefiyenin faydalı ömrü tahmin edilenden daha uzun olabilir. Her iki durumda da amortisman dönemi yeniden gözden geçirilerek buna göre düzeltilmelidir.<sup>224</sup>

Sermaye Piyasası tarafından yayınlanan, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ'in 12. Kısımındaki "İşletme Birleşmeleri"nin 316.maddesinde "şerefiyenin itfası" aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

Şerefiye, faydalı ömrü boyunca sistematik olarak itfa edilir. İtfa süresi, gelecekteki ekonomik fayda beklentisini en iyi yansıtan süre olmalıdır. Şerefiyenin faydalı ömrü, aksini gerektiren deliller olmadıkça, ilk kayıt tarihinden itibaren 20 yılı geçemez.

Şerefiyenin itfa yöntemi olarak normal amortisman yöntemi kullanılır. Ancak, makul gerekçelere dayanmak şartıyla başka yöntemler de uygulanabilir.

Tanımdan da anlaşıldığı gibi, S.P.K. Tebliği ile Uluslar arası Muhasebe Standartları tam bir paralellik içindedirler.

S.P.K. Tebliği'nde de, iktisabın muhasebeleştirilmesinde, şerefiyenin gelecekte beklenen ekonomik faydaları yansıtmayacağı durumların söz konusu olabileceği belirtilmektedir. Sözelimi, fiyatta anlaşılmasının ardından, iktisap edilen tanımlanabilir net aktiflerden elde edilmesi beklenen gelecekteki nakit akımlarında bir düşüş söz konusu olabilir. Böyle durumlarda işletme, şerefiyenin değer

<sup>224</sup> KURT Ganite, a.g.m., s.96

düşüklüğün “Varlıklarda Değer Düşüklüğü Kısımına” göre değerlendirir ve değer düşüklüğü zararlarını aynı Kısımdaki hükümler çerçevesinde muhasebeleştirir.

Bu durum, S.P.K. Tebliği'nin 223. maddesinde kısaca şu şekilde açıklanmıştır.

“Şerefiye, diğer varlıklardan ya da varlık gruplarından bağımsız olarak nakit akışı üretmediğinden, şerefiyenin geri kazanabilirlik tutarı<sup>225</sup> belirlenmemektedir. Bu nedenle, eğer şerefiyenin değer düşüklüğüne uğrayacağına ilişkin bir gösterge varsa, geri kazanılabilir tutar, şerefiyenin ait olduğu nakit üreten birim<sup>226</sup> için belirlenir. Bu belirlenen tutar ise, nakit üreten birimin kayıtlı değeri ile karşılaştırılır. Nakit üreten birimin değer düşüklüğü test edilirken, işletme bu nakit üreten birim ile alâkalı şerefiyenin mali tablolara kaydedilip kaydedilmediğini tespit eder. Böyle bir durumda, işletme; şerefiyenin kayıtlı değerinin inceleme altındaki nakit üreten birime makul ve tutarlı bir esasa tahsis edilip edilemeyeceğini tespit eder ve daha sonra, inceleme altındaki nakit üreten birimin geri kazanılabilir tutarını, kayıtlı değeri (varsa, tahsis edilmiş şerefiyenin kayıtlı değeri de dahil) ile karşılaştırılır ve bulunduğu değer düşüklüğü tutarını mali tablolara yansıtır”.<sup>227</sup>

8 No' lu Türkiye Muhasebe Standardının 3. maddesinde, maddi olmayan duran varlıklar arasında şerefiyeden bahsedilmektedir.

Söz konusu Standardın 41. maddesinde;

“Maddi olmayan duran varlıklar, tek olarak, bir tek bedel ödenerek satın alınabileceği gibi, başka varlık birimleriyle bir arada ve hepsini karşılayan bir bedel ödenerek de elde edilmiş olabilirler. Bu durumda ödenen bedelin hangi kısmının maddi olmayan varlığa ait olduğu sözleşmede belirtilmemişse; elde edilen varlıkların bütünü için ödenen bedel, varlıkların piyasa değerleriyle orantılı olarak ilgili varlıklara dağıtılabılır” ifadesi yer almaktadır.

Bu madde de, açık bir biçimde olmasa da, zımnen şerefiyeden bahsedilmektedir. Zira şirketlerin devralınmasında ödenen bedelin maddi varlıklara,

<sup>225</sup> **Geri kazanılabilir tutar:** Bir varlığın net satış fiyatı ile kullanım değerinden yüksek olanıdır. **Net satış fiyatı:** Bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın satışından elde edilebilecek tutardan, elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesiyle bulunan tutardır.

**Kullanım değeri:** Bir varlığın sürekli kullanımından ve faydalı ömrü sonunda elden çıkarılmasından elde edilmesi beklenen nakit akımlarının tahmin edilen bugünkü değeridir.

<sup>226</sup> **Nakit üreten birim:** Diğer varlık veya varlık gruplarından önemli ölçüde bağımsız olarak, sürekli kullanımından nakit girişi sağlanan en küçük ayrıştırılabilir varlık grubudur.

<sup>227</sup> <http://www.spk.gov.tr>

piyasa değerleri dikkate alınarak dağıtılmasından sonra, eğer hala bir tutar kalmışsa, bu kalan tutar şerefiye olarak muhasebeleştirilecektir. Ancak maddenin ifade biçiminden, ödenen bedelin, net varlıklara rayiç bedelleri göz önünde bulundurularak dağıtılmasının zorunlu olmadığı da anlaşılmaktadır.<sup>228</sup>

Şerefiyenin hesaplanmasında rayiç bedelin tespit edilememesi halinde, net defter değerleri esas alınacaktır.

Ödenen şerefiye bedellerinin tamamı, amortisman yoluyla 5 yıl içinde ve eşit taksitlerle itfa edilecektir.<sup>229</sup>

Vergi Usul Kanunu'nun 326.maddesinde, “ kurumların aktifleştirdikleri ilk tesis ve taazzuv giderleri ile peştamallıklar mukayyet değeri üzerinde eşit miktarda ve 5 yıl içinde itfa edilir” denilmektedir.<sup>230</sup>

Ülkemizde, şerefiye ile ilgili uygulamalara baktığımızda, şerefiyenin itfa süresiyle ilgili olarak mevzuatta bir uyum olmadığı görülmektedir.

Tablo 9'da, bazı muhasebe standartlarına göre şerefiyenin amortisman süreleri verilmiştir.

**Tablo 9: Bazı Muhasebe Standartlarında Şerefiyenin Amortisman Süreleri**<sup>231</sup>

| Muhasebe Standartları                                       | Amortisman Süresi   |
|---|---|
| Amerikan Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları (US-GAAP) | Amortisman Uygulamasına Haziran 2001'de FASB 142 ile son verilmiştir.                       |
| Uluslararası Muhasebe Standartları (IAS)                    | Yararlı Ömür Süresince 20 yılı geçmemek üzere   |
| Türkiye Muhasebe Standartları                               | Aksine bir koşul bulunmadığı sürece, 5 yıl  |
| Sermaye Piyasası Kurulu Muhasebe Standartları               | Şerefiyenin izafe edildiği ekonomik biriminin yararlı ömrünü geçmemek üzere en fazla 20 yıl |

<sup>228</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m., s.89

<sup>229</sup> AKDOĞAN Nalan, SEVİLENGÜL Orhan, Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara, 9.Baskı, Mayıs 1999, s.268

<sup>230</sup> www.gelirler.gov.tr

<sup>231</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m.,s.90



### 3.3.3. Şerefiye Değerinin Hesaplanması

Bir işletme, diğer bir işletmeyi almaya karar verdiğinde o işletmenin değerini saptamak zorundadır. Başlangıç noktası, alınacak belirli varlıkların ve üstlenilecek borçların cari değerlerinin belirlenmesi olmalıdır. Belirlenen bu tutara, alınan net varlıkların gerçeğe uygun değerleri ya da makul değerleri denilmektedir. Satıcı, kendi kayıtlarında bir varlık olarak kaydedilmiş olsun ya da olmasın, değişim fiyatına şerefiyenin katılmasını isteyecektir. Değişim fiyatı belirlendiğinde ve satış yapıldığında alıcı, toplam alış fiyatı içinde net varlıklarla birlikte şerefiyeyi de edinmiş olur. Bundan sonra şerefiye alıcı tarafından kayıtlara dahil edilir.

Şerefiyenin varlığının nedeni olan maddi olmayan bireysel nitelikleri değerlemek bugünkü muhasebe uygulaması için çok karmaşık ölçüm problemlerini içerir. Bu nedenle muhasebeciler şerefiyeyi değerlemede endirekt bir yöntemle yönelirler. Bunun için bireysel unsurlardan ziyade, şerefiyenin varlığını destekleyen kazanma gücünde beklenen toplam fazlalığı tahmin ederler. Bu prosedür, başka bir işletmeye yapılan bir yatırımdan dolayı gelecek dönemlere ait kârları, normal olarak beklenenle karşılaştırarak ve normal kârların üzerinde beklenen kâr fazlalığını toplayarak tahminini içerir. Bu tahmin, finansal tablo gösterim amacından ziyade ödenecek fiyatın tahmini için yapılır.

Şerefiyenin varolması için normal olarak beklenen kâr tutarından daha büyük kazanma yeteneğinin olması gerekir.

Şerefiyeye bir değer biçmede cari uygulama, beklenenden fazla kârın (beklenen gelecek kârlar eksi o sektör için normal kârlar) peşin değerine indirilmesi şeklindedir. Bu süreç, gelecek kârların tahmin edilmesini ve uygun iskonto oranının seçimini içerir.<sup>232</sup>

Şerefiyenin hesaplanmasıyla ilgili ilk tartışma, 1891'de Francis More tarafından başlatılmıştır. Francis More'a göre, şerefiyenin değeri birçok yılın net kârlarının satın alınması olarak ifade edilmiştir; yani, şerefiyenin tutarı, net kârların bir faktörle çarpılmasıyla bulunur. Ona göre, bir işletmeyi satın alan, yatırdığı sermaye karşılığında (belirli bir faiz oranı yerine) makul bir kazanç bekleyecektir ve bu kazanç da yatırımın beraberinde getirdiği riski telafi edecek kadar yüksek

<sup>232</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.449



olmalıdır. Dolayısıyla, bir işletme birleşmesi, ancak böyle bir kazancı aşan bir kâr getiriyorsa şerefiyeye bir değer yüklenmelidir.

Öte yandan, Henry Rand Hatfield (1909), şerefiyenin değerlendirilmesi için iki farklı yaklaşım sergilemiştir; bunlar;

- (1) İşleyen bir teşebbüs olarak bütün işin değerini bulmak için (kullanılan maddi sermaye üzerinde normal bir faiz karşılığı çıkarmadan önce) net kârlar sermayeye eklenmeli ve sonra bunlardan net maddi varlıkların değerleri çıkarılmalıdır, veya;
- (2) faiz sonrası artan kâr sermayeye eklenmelidir.

Sulaiman'a göre (1994), yukarıdaki iki yöntem arasındaki anlam farkı, ilk yöntemin, beklenen bir gelir akışını gerçekte değerlendirmesidir. Bu yolla, şerefiye sadece bu değer ve maddi olmayan varlıkların arasındaki farktan doğan bir mutabakat/hesap kapatma kalemidir. İkinci yöntemde ise, her bir varlık, kendi gelirlerini, yani kullanılan sermaye üzerindeki faizi hesaplama çabasıyla tek tek değerlendirilecektir. Faiz ya da sermaye kazancı üzerindeki net kârların fazlası ise bu şirketin, şerefiyeye sahip olduğunu gösterecektir.<sup>233</sup>

Şerefiye bedelinin tahmin edilmesiyle ilgili birkaç yöntem vardır ve bu yöntemlerin hepsinde de öncelikle aşağıda dört adımda açıklanan işlemler yapılır.

**Adım 1:** Alınacak net varlıkların cari değerlerine yapılan yatırımın üzerinden başarılabilecek beklenen dönemsel kârların tahmini

**Adım 2 :** Alınacak net varlıkların cari değerlerine yapılan yatırım üzerinden normal olarak beklenen dönemsel kârların tahmini

**Adım 3:** Adım 1 ve adım 2'deki büyüklükleri karşılaştırarak normal kârları aşan beklenen dönemsel kâr fazlasının hesaplanması

**Adım 4:** Adım 3'te dönemsel tutardan hesaplanan büyüklüğün toplam beklenen fazla kârların bir tahminini gösteren bir toplam sayıya çevrilmesi. Bu işlem için birkaç yöntem uygundur.

Bu yöntemleri aşağıda verilen temel bir örnek üzerinde irdeleyelim.

**Örnek 2:** A İşletmesinin girmek istediği bir ürün hattında çalışmakta olan çok iyi itibara sahip ve nispeten küçük bir işletme olan B İşletmesini almak istediğini varsayalım.

<sup>233</sup> Seetharaman A., Balachandran M., Saravanan A.S., a.g.m., s.135

B İşletmesinin bilançosu aşağıda verilmiştir.

**Tablo 10: B İşletmesinin 31.12.2000 Tarihli Bilançosu**

| <b>VARLIKLAR</b>      |                | <b>KAYNAKLAR</b>         |               |
|-----------------------|----------------|--------------------------|---------------|
| Geçici yatırımlar     | 5.000          | <b>Yabancı Kaynaklar</b> |               |
| Alacaklar             | 28.000         | Borçlar                  | 99.000        |
| Stoklar               | 140.000        | Borç Senetleri           | 112.000       |
| Maddi duran varlıklar | 275.000        | <b>Öz Kaynaklar</b>      |               |
| Birikmiş Amortis(-)   | <u>125.000</u> | Sermaye                  | 150.000       |
| Patentler             | 85.000         | Dağıtılmamış kârlar      | <u>47.000</u> |
| Toplam Varlıklar      | 408.000        | Toplam kaynaklar         | 408.000       |

Varlıkların cari değerler üzerinden tahmini sonucu şu durum ortaya çıkmaktadır:

**B İşletmesinin Varlıklarının Cari Değeri**

**VARLIKLAR**

|                       |                |         |
|-----------------------|----------------|---------|
| Geçici Yatırımlar     | 6.000          |         |
| Alacaklar             | 25.000         |         |
| Stoklar               | 125.000        |         |
| Maddi duran varlıklar | 182.000        |         |
| Patentler             | <u>100.000</u> | 438.000 |

**YABANCI KAYNAKLAR**

|                                     |         |                  |
|-------------------------------------|---------|------------------|
| Borçlar                             | 99.000  |                  |
| Borç Senetleri                      | 112.000 | <u>(211.000)</u> |
| Net Varlıkların tahmini cari değeri |         | 227.000          |

A İşletmesi, B İşletmesinin net varlıklarının cari değeri olan 227.000 lirayı aşan bir ödemede bulunduğu takdirde şerefiye olarak kayıtlara aktif bir unsur eklemesi gerekecektir. Yapılan görüşmeler sonucu ödenecek tutarın 250.000 lira olacağı üzerinde anlaşıldığını varsayarsak şerefiye şöyle hesaplanacaktır:

|   |                |
|---|----------------|
| <b>Alış fiyatı</b>                                      | 250.000        |
| <b>Eksi: Alınan net varlıkların tahmini cari değeri</b> | <u>227.000</u> |
| <b>Şerefiyenin maliyeti</b>                             | 23.000         |

Asıl sorun ise, ödenen 250.000 TL'nin nasıl hesaplandığıdır. Bununla ilgili olarak dört farklı yöntem bulunmaktadır.

**3.3.3.1. Beklenen Dönemsel Kârların Tahmini**

Beklenen gelecek kârların tahmininde başlangıç noktası geçmiş performanstır. Bununla beraber amaç, gelecek kârları tahminidir ve gelecek kârları etkileyen faktörler geçmişte olduğundan farklı olabilecektir. Gelecek kâr tahminlerimizi geçmişe dayandırdığımız zaman tekrarlamayan olayların etkilerini

elimine etmek ve kârların önemli trendlerini ve unsurlarını tanımlamak için birkaç dönem kullanmalıyız.

B İşletmesinin 1997-2000 yılları üzerine kurulan bir örneği ele alalım.<sup>234</sup>

**B İşletmesinin 1997-2000 yılları 1 Ocak-31 Aralık Dönemleri İtibarı ile gelir-gider verileri**

| Yıllar                            | 1997            | 1998            | 1999            | 2000            |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Hasılat                           | 255.000         | 262.000         | 212.000         | 238.000         |
| Giderler                          | <u>-204.000</u> | <u>-224.000</u> | <u>-260.000</u> | <u>-182.000</u> |
| Olağanüstü kalemlerden önceki kâr | 51.000          | 38.000          | 52.000          | 56.000          |
| Olağanüstü kâr(zarar)             | <u>-----</u>    | <u>12.000</u>   | <u>-9.000</u>   | <u>-----</u>    |
| Dönem Karı                        | 51.000          | 50.000          | 43.000          | 56.000          |

$$\text{Ortalama gelir} = \frac{51.000+50.000+43.000+56.000}{4} = 50.000$$

$$\text{Net varlıkların cari değerleri üzerine getiri} = \frac{50.000}{227.000} = \%22$$

Ortalama gelir 50.000 TL ve net varlıklar üzerine getiri %22'dir.

Ortalama gelir 50.000 lira, net varlıklar üzerine getiri %22'dir. 50.000 liranın gelecekteki beklenen kazanma düzeyi olarak kullanılmasının uygunluğu üzerinde karar verebilmek için bazı faktörler dikkate alınmalıdır. Örneğin, iki işletmenin (satılan ve satın alan) net geliri tayin için muhasebe politikaları farklı olabilir. Bunun dışında, diğer bazı faktörler beklenen gelecek kârları etkiler. Yeni alınan net varlıklar gerçeğe uygun değer üzerinden kayda alınacağından, amortisman, bu yeni maliyet esaslı üzerinden ayrılacak; dolayısıyla net geliri etkileyecektir. Olağanüstü kalemler ve fark yaratacak hususlar için yapılan düzeltmeler sonucu bu oranın %22 değil %20 olduğunu varsayalım.

### 3.3.3.2. Normal Dönemsel Kârların Tahmini

Normal kâr oranının seçimi, mevcut şartlar altında sermayeyi işletmeye çekmek için gerekli olan oranın bir tahminini yansıtmalıdır. Tüm faiz oranlarında olduğu gibi, yatırımda alınan risk dikkate alınması gereken bir unsurdur. Dikkate alınacak bu husus, işletmenin içinde bulunduğu sektördür. Benzer işletmelerin ortalamalarını gösteren oranların istatistikleri Standard&Poors ve benzeri finansal

<sup>234</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.454

hizmet kuruluşları tarafından tutulmaktadır. Bununla beraber bu yolla elde edilen oranlar tarihi tutarlara dayandırılmıştır ve cari değerler üzerinden bulunanlardan farklı olabilir. Bu işlem yapılırken, herhangi bir geçerli oran için, şerefiye büyüklüğü hesaplanacak olan işletmenin benzer olduğu işletmeler esas alınmalıdır. Örneğimizde B İşletmesi için benzer işletmelerde sermayeyi işletmeye çeken normal maliyetin %12 olduğunu varsayalım. Bu durumda 227.000 lira tutarındaki yatırım üzerinden normal yıllık kâr ( $227.000 \times \%12$ ) 27.240 lira olacaktır.

### 3.3.3.3. Beklenen Yıllık Kâr Fazlasının Hesaplanması

Adım 1 ve 2 de hesaplanan tutarlar normalin üzerinde beklenen kâr fazlasını saptamak için bir arada dikkate alınacaktır.

**Örnekte,**

|   |               |
|---|---------------|
| <b>Tahmini gelecek yıllık kârlar</b><br>( $227.000 \times \%20$ ) | 45.400        |
| <b>Tahmini normal yıllık kârlar</b>                               | <u>27.240</u> |
| <b>Normalin üzerindeki tahmini yıllık kâr fazlası</b>             | 18.160 TL     |

#### 3.3.3.3.1. Toplam Fazla Kârların Tahmini

Burada çeşitli tahmin yöntemleri vardır.

##### **Yöntem 1: Kâr Fazlalıklarının Yıl Sayısı ile Çarpımı**

Bu yöntem kâr fazlalığının saptanabilen sayıdaki dönem için devam edeceği varsayımına dayanır. Yıllık kâr fazlalığı, yönetimin elde edilen avantajın devam edeceğine inandığı yıl sayısı ile çarpılır. Örnekte A İşletmesi için yönetimin, beklenen fazlalığın altı yıl süreceğine inandığını varsayalım:

**Şerefiye** =  $18.160 \times 6 = 108.960$  lira olarak bulunur.

Bu yöntemdeki bir eksiklik, tedarikten sonra ilk yılın kâr fazlalığı ile sonraki yıllar arasındaki farkı (örneğin, paranın zaman değeri) dikkate almamasıdır.

##### **Yöntem 2: Kâr fazlalıklarının peşin değeri**

Bu yöntemde de Yöntem 1'de olduğu gibi kâr fazlalıklarının devam edeceği yıl sayısı saptanır. Sonra yıllık kâr fazlalığının, saptanan bu süre için uygun bir faiz oranı üzerinden peşin değeri bulunur.

Örnekte, A İşletmesinin kâr fazlalığının altı yıl süreceğini tahmin ettiğini varsayalım. %12 üzerinden şerefiye aşağıdaki gibi hesaplanacaktır.

$$\text{Şerefiye} = 4.11141 \times 18.160 = 74.663 \text{ liradır.}^{235}$$

Gelecekte kâr fazlalığının devam ettirilmesinde risk olduğu düşünülürse, toplam şerefiye değerinin tahmininde daha büyük bir faiz oranı kullanılmalıdır. Örneğin, A İşletmesinin B İşletmesini satın almasında şerefiye tahmininde kullanılan oran %20 olursa, daha düşük bir şerefiye tutarı bulunur.

$$\text{Şerefiye} = 3.32551 \times 18.160 = 60.391 \text{ liradır.}^{236}$$

Peşin değer yöntemi kavramsal olarak kâr fazlalıklarının sınırlı hayatını kesin olarak belirttiğinden ve paranın zaman değerini dikkate aldığından üstünlük taşır.

Bu yöntem kullanılırken, yıl sayısının tahmini ve faiz oranının belirlenmesi en önemli kriterleri oluşturur. Yöntem 2'deki örneklerde görüldüğü gibi bu faktörler hakkındaki farklı hükümler şerefiye büyüklüğünü önemli ölçüde etkiler.

### **Yöntem 3: Kâr Fazlalığının Kapitalizasyonu**

Kâr fazlalığının devamlılığının sınırsız olduğu varsayımı şerefiyeyi, kâr fazlalığının uygun bir oran üzerinden kapitalize ederek tahmin etmeye yol açar. Eğer örnekte normal oran kullanılırsa,

$$\text{Şerefiye} = \frac{18.160}{\%22} = 151.333 \text{ lira olacaktır.}$$

<sup>235</sup> %12 faiz oranının 6 yıllık vade üzerinden sabit gelirin( annuity) şimdiki değer faktörüdür.

<sup>236</sup> % 20 faiz oranının 6 yıllık vade üzerinden sabit gelirin( annuity) şimdiki değer faktörüdür.

Bu durumda hesaplanan şerefiye, devamlılık içinde kâr fazlalığına eşit bir getiri sağlayacak olan yatırım tutarını gösterir. Diğer bir deyişle %12 getiri sağlayan 151.333 lira tutarındaki bir yatırım yıllık 18.160 lira getirir.

Gelecek kâr fazlalıklarının devamlılığı ile ilgili belirsizlik, daha yüksek risk düzeyini göstererek daha yüksek faiz oranının kullanılmasını gerektirir.

Örnekte oran %20 olsaydı,

$$\text{Şerefiye} = \frac{18.160}{\%20} = 90.800 \text{ lira olarak bulunacaktır.}$$

Kapitalizasyon yönteminde uygun faiz oranının seçimi şerefiye büyüklüğünün bulunmasında önemli bir faktördür. Bu hesaplamada göze çarpan eksiklik ise, hesaplanan şerefiye büyüklüğünün, tahmin edilen kâr fazlalığının sınırsız olarak devam edeceği varsayımına dayandırılmış olmasıdır.

Sonuç olarak, şerefiyenin tahminindeki çeşitli yöntemlerin ve bu yöntemlerin yerine getirilmesinde gerekli olan yargıların altında yatan farklı varsayımlar, şerefiye büyüklüğü büyük ölçüde etkilemektedir. Örnekte şerefiye 60.391 liradan 151.333 liraya kadar sıralanmaktadır. Burada önemli olan nokta ise, şerefiyenin alış işleminde kaydedileceği tutarın maliyet değeri olduğudur. Şerefiyenin bu maliyeti, işletmenin net varlıkları için her bir tanımlanabilir varlığın makul değerleri toplamından, borçların çıkarılmasından sonra kalan büyüklüğün üzerinde ödenen fiyat fazlalığıdır.<sup>237</sup>

### 3.4. ŞEREFIYE TÜRLERİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Şerefiye, daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere sadece satın alma yolu ile oluşan şirket birleşmelerinde ortaya çıkmaktadır.

Şerefiye satın alma tarihindeki; satın alma maliyeti ile varlıkların makul değerleri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Kısa bir açıklama yapmak istersek, satın alma maliyeti, varlıkların makul değerinden fazla ise pozitif şerefiye,

<sup>237</sup> CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime, a.g.e.,s.454



satın alma maliyeti, varlıkların makul değerinden düşük ise negatif şerefiye söz konusudur.<sup>238</sup>

### 3.4.1. Pozitif Şerefiye

Pozitif şerefiye, bir satın alma sırasında ödenen satış fiyatının, satın alınan işletmenin öz sermayesini aşan kısmını ifade etmektedir. Alıcı işletme, edinilen işletmenin varlıklarının defter değerinden daha yüksek bir değere sahip olduğuna inandığı için bu primli fiyatı ödemektedir.<sup>239</sup>

Aşağıdaki örnek yardımıyla pozitif şerefinin ortaya çıkışı ve muhasebeleştirilmesi açıklanmaya çalışılacaktır.

#### ÖRNEK:

(Y) şirketi, (X) şirketi tarafından 2001 yılı içinde devralınmıştır. Birleşme, satın alma yoluyla gerçekleştiği için - eğer varsa - şerefiyenin hesaplanarak kayıtlara alınması gerekecektir.

İki şirket arasında satış öncesi yapılan görüşmelerde, (Y) şirketinin rayiç bedelle hesaplanan net varlıkları üzerinden karlılık oranının % 25 olduğu ortaya çıkmıştır. Buna karşılık, (Y) firmasının içinde yer aldığı sektörde ortalama karlılık oranı ise % 20'dir.

% 25 karlılık oranının 4 yıl süreceği varsayımı altında şerefiye aşağıdaki gibi hesaplanacaktır.

$$500.000.000 \times \%25 = 125.000.000 \text{ TL}$$

$$500.000.000 \times \%20 = 100.000.000 \text{ TL}$$

---

$$\text{Beklenen fazla kazanç} = 25.000.000 \text{ TL}$$

$$\text{Şerefiye} = 25.000.000 \times 2.58873 = 64.718.250 \text{ TL olacaktır.}^{240}$$

<sup>238</sup> KURT Ganite, a.g.m., s.95

<sup>239</sup> POROY ARSOY Aylin, a.g.e., s.135

<sup>240</sup> %20 faiz oranı ve 4 yıllık vade üzerinden sabit gelirin şimdiki değeri

Şerefiyenin hesaplanmasından sonraki aşamada ise satış fiyatı belirlenecektir. (X) şirketi tarafından (Y) şirketine ödenmesi gereken bedel, şerefiye ve makul değerle hesaplanan net varlıkların toplamına eşit olacaktır.

**Satış Bedeli**= Net varlıklar toplamı( makul değer) + Şerefiye

**Satış Bedeli** = 500.000.000 + 64.718.250

**Satış Bedeli** = 564.718.250 TL

Tablo 11’de, 2000 yılı sonu itibariyle (Y) şirketinin bilançosunda yer alan kalemler defter değerleri ve makul değerleri ile gösterilmektedir. Birikmiş amortismanlar gösterilmemiş, bunun yerine maddi duran varlıklar net defter değerleriyle gösterilmiştir.

**Tablo 11:Y İşletmesinin 31 Aralık 2000 Tarihli Bilançosunun “Defter Değeri” ve “Makul Değeri”**

| <b>Y İşletmesi Bilançosu</b>     |                                |                             |
|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| <b>31 Aralık 2000</b>            |                                |                             |
| <b>Varlıklar</b>                 | <b>Defter Değeri ( Bin TL)</b> | <b>Makul Değeri(Bin TL)</b> |
| Alacak Senetleri                 | 3.500.000                      | 3.500.000                   |
| Ticari Mallar                    | 25.000.000                     | 42.000.000                  |
| Gelecek aylara ait giderler      | 5.500.000                      | 5.500.000                   |
| Binalar                          | 150.000.000                    | 358.000.000                 |
| Tesis,Makine ve Cihazlar         | 80.000.000                     | 77.000.000                  |
| Taşıtlar                         | 25.000.000                     | 23.000.000                  |
| Demirbaşlar                      | 12.000.000                     | 11.000.000                  |
| <b>Varlıklar Toplamı</b>         | <b>301.000.000</b>             | <b>520.000.000</b>          |
| Yabancı Kaynaklar                |                                |                             |
| Satıcılar                        | 2.000.000                      | 2.000.000                   |
| Borç Senetleri                   | 18.000.000                     | 18.000.000                  |
| <b>Yabancı Kaynaklar Toplamı</b> | <b>20.000.000</b>              | <b>20.000.000</b>           |
| <b>Defter Değerine Göre</b>      | <b>281.000.000</b>             |                             |
| <b>Net Varlıklar</b>             |                                |                             |
| <b>Makul Değere Göre</b>         |                                | <b>500.000.000</b>          |
| <b>Net Varlıklar</b>             |                                |                             |

Bilançoda görüldüğü gibi, varlıkların, defter değerleri ile makul değerleri birbirinden farklıdır. Devralan (X) İşletmesi, 64.718.250 TL şerefiye hesaplamıştır. Buna göre, (X) İşletmesinin yapacağı yevmiye kaydı aşağıdaki gibi olacaktır.

|                                 |                    |             |             |
|---------------------------------|--------------------|-------------|-------------|
| 121 Alacak Senetleri            |                    | 3.500.000   |             |
| 153 Ticari Mallar               |                    | 42.000.000  |             |
| 180 Gelecek Aylara Ait Giderler |                    | 5.500.000   |             |
| 252 Binalar                     |                    | 358.000.000 |             |
| 253 Tesis,Makine ve Cihazlar    |                    | 77.000.000  |             |
| 254 Taşıtlar                    |                    | 23.000.000  |             |
| 255 Demirbaş                    |                    | 11.000.000  |             |
| 261 Şerefiye                    |                    | 64.718.250  |             |
|                                 | 320 Satıcılar      |             | 2.000.000   |
|                                 | 321 Borç Senetleri |             | 18.000.000  |
|                                 | 500 Sermaye        |             | 564.718.250 |
| <b>Şerefiyenin kaydı</b>        |                    |             |             |

Y şirketinin devralınmasında, X şirketi tarafından ödenecek bedelin, yeni ortaklık payları çıkarmak yoluyla karşılandığı, kayıttan anlaşılmaktadır.

Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) göre, şerefiye hesabına kaydedilen tutar, bu varlığın yararlı ömrü olarak tahmin edilen 5 yıl süresince itfa edilecektir.

Buna göre, yıl sonundaki amortisman gideri kayıtları aşağıdaki gibi olacaktır.<sup>241</sup>

|  |                         |            |            |
|--|-------------------------|------------|------------|
| 31.12.2001                             |                         |            |            |
| 770 Genel Yönetim Giderleri            |                         | 12.943.650 |            |
| Şerefiyenin Amortismanı <sup>242</sup> |                         |            |            |
|  | 257 Birikmiş Amortisman |            | 12.943.650 |
| <b>Şerefiyenin amortisman kaydı</b>    |                         |            |            |

### 3.4.2. Negatif Şerefiye

Negatif şerefiye (badwill) ise, bir satın alma sırasında ödenen indirimli satış fiyatını ifade etmektedir. Bu indirimli satış fiyatı, alıcı işletme için gelecekte ortaya

<sup>241</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m.,s.91-93

<sup>242</sup> Şerefiye Tutarı/5 = 64.718.250/5 = 12.943.650

çıkabilecek giderlerin bir göstergesi olabilir veya alıcı işletmenin iyi bir pazarlık yaptığı anlamına gelebilir.<sup>243</sup>

IAS 22'e göre negatif şerefiye, satın alınan tanımlanabilir aktiflerin gerçeğe uygun değerinin belirli bir iskonto tutarı üzerinden satın alınması olarak tanımlanmıştır. Bu iskonto tutarı ya işletmenin gelecekte gerçekleşmesi beklenen muhtemel bir zarar ve giderine karşılık yapılmıştır ya da devir alınan işletmenin varlıkları ve borçları düşük bir bedelle satın alınmıştır.

Negatif şerefiye gelecekte ortaya çıkabilecek gider ve zararlarla ilgili ise ortaya çıktığında aktifi düzenleyici bir hesap olarak raporlanır ve söz konusu gider ve zararlar ortaya çıktıkça negatif şerefiye gelirlere aktarılır.

Negatif şerefiye işletmenin varlık ve borçlarının düşük bir bedelle satın alınmasından kaynaklanmışsa, IAS 22'de iki alternatif muhasebe uygulaması söz konusudur. Bunlar;

1) Satın alınan, devraldığı işletmenin net aktiflerin makul değerleri, satın alma maliyetini aştığı takdirde bu tutar negatif şerefiye olarak kaydedilecek ve bilançonun aktifinde eksi olarak raporlanacaktır. Söz konusu tutar satın alınan tanımlanabilir amortismanına tabi varlıkların faydalı ömrü boyunca gelirlere aktarılacaktır.

2) Satın alma tarihinde satın alınan tanımlanabilir aktif ve pasiflerin makul değerlerini aşan kısım ortaya çıktığı anda gelir olarak kaydedilir.<sup>244</sup>

Konuyla ilgili olarak ABD'deki düzenleme ise, Finansal Muhasebe Standartları Kurulu ( FASB ) tarafından 2001 yılında çıkarılan "FASB 141 İşletme Birleşmeleri" ve "FASB 142 Şerefiye ve Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar" standartlarında bulunmaktadır. Bu standartlarda, pozitif şerefiye IAS 22 ile uyumlu olarak tanımlanırken, negatif şerefiyenin ortaya çıkması durumunda, negatif şerefiyenin oransal bir bazda; edinilen varlıklar arasında paylaşılması, böyle bir paylaştırmadan sonra kalan tutarın ise, olağandışı gelir ve kâr olarak raporlanması gerektiği yer almaktadır". Negatif şerefiyenin, olağandışı gelir ve kar olarak kaydedilmesinin nedeni, satın alınan gelirlere bir artışa yol açtığı inancıdır.<sup>245</sup>

<sup>243</sup> POROY ARSOY Aylin, a.g.e., s.135

<sup>244</sup> KURT Ganite, a.g.m.,s.97

<sup>245</sup> POROY ARSOY Aylin, a.g.e., s.135

Bu açıklamalardan sonra, Tablo 11'deki değerler geçerli olmak kaydıyla, X Şirketinin, Y Őirketini 2001 yılı içinde, net varlıkların makul değeri olan 500.000.000.000 TL'nin altında bir tutara, mesela, 400.000.000.000 TL'e devraldığını varsayalım.

Bu durumda, aradaki fark olan 100.000.000.000 TL negatif Şerefiye olarak aşağıdaki gibi muhasebeleştirilecektir.

|                                  |                    |             |             |
|----------------------------------|--------------------|-------------|-------------|
| 121 Alacak Senetleri             |                    | 3.500.000   |             |
| 153 Ticari Mallar                |                    | 42.000.000  |             |
| 180 Gelecek Aylara Ait Giderler  |                    | 5.500.000   |             |
| 252 Binalar                      |                    | 358.000.000 |             |
| 253 Tesis,Makine ve Cihazlar     |                    | 77.000.000  |             |
| 254 Taşıtlar                     |                    | 23.000.000  |             |
| 255 Demirbaş                     |                    | 11.000.000  |             |
|                                  | 261 Şerefiye       |             | 100.000.000 |
|                                  | 320 Satıcılar      |             | 2.000.000   |
|                                  | 321 Borç Senetleri |             | 18.000.000  |
|                                  | 500 Sermaye        |             | 400.000.000 |
| <b>Negatif Şerefiyenin kaydı</b> |                    |             |             |

Negatif Şerefiye, bilançonun pasifinde yer almaktadır. AŐında, bir kazanç unsuru olan negatif Şerefiyenin, bilançonun pasifinde, yükümlülükler arasında yer alması doğru olmamaktadır. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğinde, Uluslar arası Muhasebe Standardı IAS 22'e de uyumlu olacak Şekilde, negatif Şerefiyenin, bilançonun aktifinde, negatif olarak ayrı bir kalemde gösterileceği belirtilmektedir.

Negatif Şerefiyenin itfa süresi de Uluslararası Muhasebe Standartlarında 20 yıl olarak belirlenmiştir.

Türkiye Muhasebe Standartlarında ise, negatif Şerefiye kavramına yer verilmemiştir.

Bununla beraber, pozitif Şerefiye için öngörülen 5 yıllık amortisman süresinin negatif Şerefiye için de geçerli olduğu ileri sürülmektedir.

Buna göre, 100 milyar TL tutarındaki negatif Şerefiye için yıllık amortisman gideri 20 milyar TL olacaktır( 100 milyar / 5=20 milyar).

31.12.2001

|   |            |
|---|------------|
| 261 Şerefiye                                | 20.000.000 |
| 679 Diğer Olağandışı Gelir ve Kârlar        | 20.000.000 |
| <b>Negatif şerefiyenin amortisman kaydı</b> |            |

### 3.4.3. Şerefiyenin Değerinde Ortaya Çıkan Azalma ( Impairment)

Şerefiye tutarını belirleyen değişken, sektör ortalamasının üzerindeki getiri oranıdır.

Bu oranın gerçekleşenden farklı olması durumunda, şerefiye hesabında yer alan tutar da gerçeği yansıtmayacaktır. Bu durumda, gerçekleşen getiri oranının beklenenden, yani % 25'den düşük çıkması halinde şerefiye hesabının düzeltilerek, gerçek değerine indirilmesi gerekir.

Konuya ilişkin olarak, Türkiye Muhasebe Standartlarının "Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar ile Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar" konusunun ele alındığı 8 No lu Standardının "Geri Kazanılabılır Değer" başlıklı 29. maddesinde şu görüşlere yer verilmiştir:

"Bir kalemin veya maddi ve maddi olmayan duran varlıklar ile özel tükenmeye tabi varlıkların aynı grup kalemlerinin defter değeri, bu değer varlığın geri kazanılabilir değerinden daha az olup olmadığını saptamak için dönemsel olarak gözden geçirilir. Böyle bir azalma söz konusu olduğunda, defter değeri, geri kazanılabilir değerle aynı düzeye indirilir. Azalmanın miktarı eğer mevcut ise değerlendirme fonundan mahsup edilir. Ters durumda bedel gider olarak muhasebeleştirilir."

Örneğimizde, (X) şirketinin 31/12/2001 tarihli bilançosunda, pozitif şerefiye ilave edildikten sonra varlıklar toplamı 584.718.250 TL'e yükselmiştir.

Tablo 12'de görüldüğü şekilde, 31.12.2002 tarihli yıl sonu bilançosunda ise varlıklar toplamı 5 milyar TL azalarak 579.718.250 TL'e gerilemiştir. Ancak bu azalma, varlıkların ( alacak senetleri+ tesis, makine ve cihazlar+demirbaşlar) rayiç değerlerindeki azalmadan kaynaklandığından, bir başka deyişle tam olarak açıklanabildiği için, şerefiye değerinde bir değişmeye yol açmayacaktır.





**Tablo 12: X İşletmesinin 31.12.2001 ve 31.12.2002 tarihli Bilançosu ( Şerefiye tutarı aynı)**

| <b>X İşletmesi Bilançosu</b>                               | <b>31.12.2001</b>  | <b>31.12.2002</b>  |
|--|--------------------|--------------------|
| Alacak Senetleri   | 3.500.000          | 3.000.000          |
| Ticari Mallar  | 42.000.000         | 42.000.000         |
| Gelecek aylara ait giderler                                | 5.500.000          | 5.500.000          |
| Binalar  | 358.000.000        | 358.000.000        |
| Tesis,Makine ve Cihazlar                                   | 77.000.000         | 75.000.000         |
| Taşıtlar   | 23.000.000         | 23.000.000         |
| Demirbaşlar  | 11.000.000         | 8.500.000          |
| <b>Şerefiye</b>  | <b>64.718.250</b>  | <b>64.718.250</b>  |
| <b>Varlıklar Toplamı</b>                                   | <b>584.718.250</b> | <b>579.718.250</b> |
| Yabancı Kaynaklar  |                    |                    |
| Satıcılar  | 2.000.000          | 2.000.000          |
| Borç Senetleri   | 18.000.000         | 18.000.000         |
| <b>Sermaye</b>   | <b>564.718.250</b> | <b>564.718.250</b> |
| <b>Yabancı Kaynaklar Toplamı +<br/>Özkaynaklar Toplamı</b> | <b>584.718.250</b> | <b>579.718.250</b> |

2002 yılı sonu itibariyle, 579.718.250 TL olarak tespit edilen varlıklar toplamının, gerçekte 550.000.000 TL olduğunu ve bu süre zarfında varlıkların değerinde bir değişme olmadığını varsayıldığında Tablo 13'deki durum ortaya çıkacaktır.

**Tablo 13: X İşletmesinin 31.12.2001 ve 31.12.2002 tarihli Bilançosu ( Şerefiye tutarı farklı)**

| <b>X İşletmesi Bilançosu</b>                               | <b>31/12/2001</b>  | <b>31/12/2002</b>  |
|--|--------------------|--------------------|
| Alacak Senetleri   | 3.500.000          | 3.000.000          |
| Ticari Mallar  | 42.000.000         | 42.000.000         |
| Gelecek aylara ait giderler                                | 5.500.000          | 5.500.000          |
| Binalar  | 358.000.000        | 358.000.000        |
| Tesis, Makine ve Cihazlar                                  | 77.000.000         | 75.000.000         |
| Taşıtlar   | 23.000.000         | 23.000.000         |
| Demirbaşlar  | 11.000.000         | 8.500.000          |
| <b>Şerefiye</b>  | <b>64.718.250</b>  | <b>35.000.000</b>  |
| <b>Varlıklar Toplamı</b>                                   | <b>584.718.250</b> | <b>550.000.000</b> |
| Yabancı Kaynaklar  |                    |                    |
| Satıcılar  | 2.000.000          | 2.000.000          |
| Borç Senetleri   | 18.000.000         | 18.000.000         |
| Sermaye  | 564.718.250        | 564.718.250        |
| <b>Yabancı Kaynaklar Toplamı +<br/>Özkaynaklar Toplamı</b> | <b>584.718.250</b> | <b>579.718.250</b> |

Bu durumda, şerefiye değerinin, net varlıkların değerlerindeki azalmaya paralel olarak azaltılması (impairment) gerçekleşecektir.

Bu durumda şerefiye tutarı,

$579.718.250 - 550.000.000 = 29.718.250$  TL azaltılacak ve 35.000.000 TL olarak belirlenecektir.

Şerefiyenin ilgili olduğu ekonomik birimin (şirket) değerindeki azalma, şerefiyenin değerinin de azalmasına neden olmuştur. Bu durum, şerefiyenin diğer varlık kalemlerinden farklı olarak bağımsız olmamasından yani tek başına bir anlam ifade etmemesinden ve ancak diğer varlık kalemlerine bağlı olarak ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır.

Burada dikkat edilmesi gereken husus, şirketin değerinde ortaya çıkan azalmaların mutlaka şerefiye tutarının azaltılmasını gerektirmeyecek oluşudur.

31.12.2001

689 Diğer Olağandışı Gider  
ve Zararlar

29.718.250

261 Şerefiye

29.718.250

Şerefiye de "değer kaybı"nın kaydı

Şirket değerindeki azalma, tamamiyle varlıkların değerlerindeki azalmadan kaynaklanıyorsa, şerefiye hesabında bir değişme yapılmayacak, ancak bunun tersi durumunda şirket değerindeki azalma kadar şerefiye tutarı yukarıdaki biçimde düzeltilecektir.<sup>246</sup>

<sup>246</sup> AKIŞIK Orhan, a.g.m.,s.94-95

## SONUÇ

Büyüme, işletmelerin varlıklarını devam ettirebilmeleri için gereklidir. Bu ise ya içsel yollarla ya da birleşmeler gibi dışsal yollarla gerçekleşebilir. Günümüzde hızla değişen iş ve rekabet koşulları ve piyasa ekonomisine ayak uydurmak için sonuçları daha kısa zamanda alınabilen işletme birleşmeleri yolu tercih edilmektedir.

İşletme birleşmeleri, ya satın alma ya da diğer adıyla devralma yoluyla birleşme veya yeni ortaklık kurulması yolu ile birleşme şeklinde olmaktadır. Birleşme hangi şekilde yapılırsa yapılsın, pay sahipliğinin devamı ilkesi gereği, malvarlıklarını devralan işletmenin hisselerinin alınması gerekmektedir. Ancak %10'a kadar bir kısma karşılık gelecek şekilde para verilmesi uygun görülmektedir, aksi takdirde birleşmeden söz etmek mümkün olamamaktadır. Bunun için, birleşme sırasında birleşme sözleşmesi hazırlanmakta, birleşme oranı ve değiştirme oranı tespit edilmektedir. Ayrıca birleşme türüne göre, birleşme sonrasında ulaşılabilecek sermaye ve sermaye artırım tutarı da hesaplanmaktadır.

Birleşme ve satın almaların başarılı olmalarında işletme değerini belirleme en önemli faktör olmaktadır. Bu çalışmada, işletme birleşme ve satın almalarda kullanılacak şirket değerlendirme yöntemleri üzerinde durulmuştur. Diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de en fazla "iskonto edilmiş nakit akışları yöntemi" kullanılmaktadır. Bu yöntem, diğer yöntemlerin aksine işletmenin cari ve geçmiş performansına göre değil, gelecekteki performansına dayalı değerlendirme yaptığı için tercih edilmektedir. Ancak bu yöntemde, birleşmeden, gelecekte beklenen sinerjinin rasyonel olarak değerlendirilmesi en önemli konu olmaktadır. Birleşme ve satın almalarda değerlendirme ne kadar gerçekçi yapılırsa, işletme birleşmelerindeki %70'e varan başarısızlık büyük bir ölçüde azaltılabilecektir çünkü, doğru bir değerlendirme yapıldığında belki de birleşmeden vazgeçilecektir.

İşletme birleşmelerinin muhasebeleştirilmesi ve satın alma yöntemiyle yapılan işletme birleşmelerinde ortaya çıkan şerefiye konusu yıllardır tartışılmaktadır. Çalışmamızda, bu konuyla ilgili olarak, Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu'nun hazırladığı ve FASB 141 adıyla anılan "İşletme Birleşmeleri" ile FASB 142 adıyla anılan "Şerefiye ve Diğer Maddi Olmayan Varlıklar" standartlarının yanı sıra Uluslar arası Muhasebe Standartları

Kurulu IASB'nin yayınladığı IAS 22 No'lu " İşletme Birleşmeleri" standardı dikkate alınarak konu incelenmeye çalışılmıştır.

İşletme birleşmelerinin muhasebeleştirilmesinde, Haziran 2001 yılına kadar iki yöntem kullanılmaktaydı. Bunlar, "çıkarların birleşmesi" ve "satın alma" yöntemleridir. Haziran 2001 tarihinden itibaren ise FASB'ın aldığı radikal bir kararla "çıkarların birleşmesi" yöntemine göre işletme birleşmeleri uygulamadan kaldırılmıştır. Bunun nedeni olarak ise, çıkarların birleşmesi yöntemi uyguladığında, bilançodaki gizli borçlar ile gizli yedeklerin çözülmemesi ve ortaya çıkan şerefiyenin doğrudan yedeklerden düşülmesi sonucunda birleşme sonrası ortaya çıkan bilançolarda şerefiyenin kaydının görülememesidir. Satın alma yöntemi kullanıldığında ise, şerefiyenin kaydı yapılmakta ve amortize edilmektedir. İki yöntem arasındaki bu fark, piyasalarda işletmelerin değerlemesi yönünde çok büyük dengesizliklere yol açtığından, "çıkarların birleştirilmesi" yöntemini uygulamadan kaldırmıştır.

"Çıkarların birleşmesi" yönteminin kaldırılmasıyla birlikte tek geçerli yöntem haline gelen, "satın alma" yönteminin uygulanacak olması şerefiyenin önemini artırmış ve yeni düzenlemeler yapılma ihtiyacı hissedilmiştir.

FASB'ın, Haziran 2001'den önceki uygulamasına baktığımızda, şerefiye 40 yılı aşmamak üzere normal amortisman yöntemiyle 40 ila 20 yıl arasında itfa edilmekteydi. Yeni getirilen uygulama, şerefiyenin ve diğer maddi olmayan varlıkların değerlerinin, belli bir düzen halinde kullanması sonunda azalacağından söz etmenin mümkün olmadığı üzerine kurulmaktadır. Gelecekte belirsiz süreli bir getirinin bugünkü değeri olarak tanımlanan şerefiye kullanılıp tüketilebilecek bir varlık değildir, değeri zamanla artabilir veya azalabilir. Bu nedenden dolayı da şerefiyenin normal amortisman yöntemine göre itfasına son verilmiş onun yerine ise her yıl yapılacak değer ölçüm testlerinden sonra gerekirse şerefiye için amortisman ayrılması uygulaması getirilmiştir.

Bu yeni getirilen uygulama, şerefiyeyi süresi belirsiz olan maddi olmayan bir varlık olarak kabul etmiştir ki, yukarıda açıkladığımız nedenden dolayı, şerefiyenin kullanımla tüketilecek bir bilanço kalemi olmaktan çıkarılması doğru bir çözüm yoludur. Buradaki sakınca ise, testlerin objektif olarak yapılıp yapılamayacağıdır.

IASB ise, konu hakkında olumlu sinyaller vermiştir. Bununla birlikte, IASB standardında, işletme birleşmelerinde her iki yöntemin uygulamasına devam edilmektedir ve şerefiye ise halen 20 yılda itfa edilmektedir.

Günümüzde, ekonomik sınırların kalktığı ve sınır-ötesi dediğimiz işletme birleşmelerinin sayının hiç de az olmadığı düşünülürse, muhasebe standartlarında bir birlik olması adına IASB'nin de FASB'ın bu konudaki değişikliklerine uyum sağlaması gerektiği açıktır.

Ülkemizde ise, şerefiye hakkında tam bir uyum bulunmamakla birlikte SPK tarafından 01.01.2005 tarihinden itibaren yürürlüğe girecek olan Seri No:XI, No:25 sayılı, Sermaye Piyasasındaki Muhasebe Standartları Hakkındaki Tebliğ, Uluslar arası Muhasebe Standardıyla tam bir paralellik göstermektedir. Bu da olumlu bir gelişmedir çünkü ülkemizde de işletme birleşmelerinin sayısı giderek artmaktadır.





## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

**AKAY Hüseyin**, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997.

**AKDOĞAN Nalan, SEVİLENGÜL Orhan**, Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara, 9.Baskı, Mayıs 1999.

**AKGÜÇ Öztin**, Finansal Yönetim, Genişletilmiş 6.Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul, 1994.

**AKYÜZ Müfit, ERTEL Nesrin**, Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Dünya Yayınları, 3. Baskı, İstanbul 1990.

**ARSLAN İbrahim**, Şirketler Hukuku Bilgisi, Yetkin Basım ve Yayıncılık A.Ş., Ankara, 1998.

**AŞIKOĞLU Rıza**, Yatırım ve Proje Değerlemesi, Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:27, 1998.

**ATAMAN Ümit**, Şirketler Muhasebesi, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995.

**AYDIN Nurhan**, “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD..ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**BAKOĞLU Refika**, “Şirket Birleşmelerinde Stratejik Kaynak ve Yetkinliklerin Yönetimi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**BİLGİN Zeynep, ERDOĞMUŞ EREN İrem**, “Birleşme ve Devralmalarda Uluslar arası Boyut ve Pazarlama Yansımaları”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**BÜKER Semih**, Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No:6, Eskişehir, Ekim 2000.

**CEMALCILAR Özgül, ÖNCE Saime**, Muhasebenin Kuramsal Yapısı, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, Yayın No:150, Eskişehir, 1999.

**CEYLAN Ali**, İşletmelerde Finansal Yönetim, 6.Baskı, Ekin Kitabevi, 2000.

**GÖKBEL ALTINIRMAK Serpil**, “Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**GÖKBEL Doğan**, “Farklı Ülke Şirketleri arasındaki Birleşmelerin Türk Hukukundaki Vergisel Sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku ile Karşılaştırılması”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**GUTSCHELHOFER Alfred**, “Füzyonlarda Controlling Sorunları”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**KİŞHALI Yunus**, Şirketler Muhasebesi, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, Kasım 1998.

**KOÇ Özlem**, Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayın No:118, Nurel Matbaacılık San.ve Tic.A.Ş., Mayıs, 1998.

**KÖKTÜRK SÜMERSAN Mehtap, ODABAŞ KONT Şirin**, “Birleşme ve Satınalmalarda İnsan Kaynakları ve Pazarlama Sorunları”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**ÖZTÜRK Ceyda**, “Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**SABUNCUOĞLU Zeyyat, TOKOL Tuncer**, İşletme I-II, Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Bursa, 1997.

**SAĞLAM Necdet, ŞENGEL Salim**, “Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**SARIASLAN Halil**, Yatırım Projelerinin hazırlanması ve değerlendirilmesi, Genişletilmiş 2.Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 1994.

**SCHADLE Martin, PERNSTEINER Helmut**, “Finansal Açından İşletme Birleşmeleri”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**SEVİM Adnan**, “Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması ( Enterprise Resources Planning-ERP )’nin Önemi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**SEYİDOĞLU Halil**, Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara, 1992.

**SÜMER Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ E.Handan**, “Füzyonlar ve Muhasebe Yöntemlerinde Meydan Gelen Gelişmeler”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004

**YAVAŞLAR BAŞARAN Funda**, “Birleşen Sermaye Şirketi Ortaklarının Vergilendirilmesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

**YAZICI Kuddisi**, Özelleştirmede değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme kriterleri, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, Ağustos 1997

**YILGÖR Ayşe Gül**, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım LTD.ŞTİ., İstanbul, Ocak 2004.

## **MAKALELER**

**AKIŞIK Orhan**, “Bir Maddi Olmayan Duran Varlık Kalemi: Şerefiye; Amerikan, Uluslar arası ve Türk Muhasebe Standartları İçindeki Yeri”, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2003.

**ARSLAN H. Bader**, “Şirket evliliklerinde başarısızlığın temel nedenleri”, Activefinans, Temmuz-Ağustos 2001.

**AYHAN Ertan**, “Şirket Birleşmeleri: Mali raporlama tekniklerinde dünyadaki gelişmeler”, Activeline, Haziran 2003

**BAŞ İ.Melih**, “Şirket Büyümlerine Finansal Bir Bakış:Özellikle Birleşmeler”, Verimlilik Dergisi, Ocak 1990.

**BÜKE Sevinç**, “Şirket Evlilikleri”, Bülten - Araştırma ve Meslekleri Geliştirme Müdürlüğü, 2003.

**GREENWALD Judy**, “M&A accounting rule leaves questions unanswered”, Business Insurance, Chicago, 17 Mart 2003.

**KARAPINAR Aydın**, “Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Değerlendirilmesi”, Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Ocak 2003.

**KURT Ganite**, “Şerefiye'nin Uluslar arası ve Türkiye Muhasebe Uygulamaları Açısından İncelenmesi”, MÖDAV- Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Mart 2003.

**Ma R., Hopkins R.**, “Goodwill - an example of puzzle solving in accounting”, Abacus, 1988,Cilt 24, Sayı.1,s.5

**POROY ARSOY Aylın**, “Bağı Ortaklıkların Bilançolarının Makul Değerle Değerlenmesi ve Şerefiyenin Hesaplanması”, Muhasebe ve Denetime Bakış, Eylül 2003.

**SARIKAMIŞ Cevat**, “Şirket Birleşmelerinde Pay Senedi Değerinin Belirlenmesi”, Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Nisan 1998

**Seetharaman A., Balachandran M., Saravanan A.S.**, “Accounting treatment of goodwill:yesterday, today, and tomorrow: Problems and prospects in the international perspective”, Journal of Intellectual Sermaye, Bradford, 2004.

**TAFAOĞLU Zafer, ÇARMIKLI Ceyda**, “Türkiye’de Finansal ve Stratejik Ortaklıklar”, VI.Türkiye Finans Eğitim Sempozyumu, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi , 11-14 Ekim 2002.

**TALHA Mohammad**, “Valuation Of Intangible Assets In Accounting”, Constuction Accounting & Taxation, Boston, Ocak-Şubat 2004.

**TOPAY Ayşen**, “İşletme Birleşmelerinin (birleşme,devir ve satın alımların) muhasebeleştirilmesi - yeni düzenlemeler”, Activefinans, Mart-Nisan 2003.

**UĞUR Arif**, “Banka Birleşmeleri”, Vergi Sorunları, Şubat 2000.

**ÜSTÜNDAĞ Saim**, “Global Muhasebe Standartlarına Doğru”, Activefinans, Ocak-Şubat 2003.

## **İNTERNET**

<http://www.bddk.org.tr>

<http://www.cvtr.net>.

<http://www.gelirler.gov.tr>

<http://www.insankaynaklari.com>.

<http://www.makalem.com>.

<http://www.milliyet.com>.

<http://www.ntv.com>.

<http://www.pdf.com>.

<http://www.rekabet.gov.tr>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.tspakb.org.tr>

<http://www.turmob.org.tr>

<http://www.yargitay.gov.tr>

<http://www.yontek.com>

<http://www.zaman.com.tr>

