

## - MODERN BİR ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMİ - BENZERİ ŞİRKET İLE KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI (COMPARATIVE COMPANY APPROACH)

Dr.Metin SAĞMANLI 1

1 MÜ, İ.İ.B.F. Almanca İşletme Bölümü, Yardımcı Doçent.

*Abstract: Ein moderner Ansatz zur Unternehmensbewertung ist der sogenannte "Comparative Company Approach, der den Unternehmenswert anhand von Marktpreisen verg-leichbarer öffentlich notierter Unternehmen ermittelt. Die in diesem Aufsatz dargestellten drei Unternehmensbewertungsmethoden*

*-Similar-Public-Company Method*

*-Recent-Acquisitions Method*

*-Initial-Public-Offerings Method*

*gelten von allem für nicht börsennotierte Unternehmen. Da der "Comparative Company Approach" tatsächlich gezahlte oder zu zahlende Marktpreise als Maßstab verwendet, gilt er als ein objektiver Weg, den Unternehmenswert zu bestimmen.*

### I. GİRİŞ

Günümüzde şirketler çeşitli nedenler ile değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Değerlendirme nedenleri arasında en sık rastlanılanları şirket alım/satımları, şirket birleşmeleri, halka açılma, ortaklıktan ayrılma, varlık ve veraset vergisi matrahlarının hesaplanmasıdır.

Şirket değerleyebilmek için birçok yöntem geliştirilmiştir.[1] Bu yöntemlerin çoğu, literatürde klasik yöntemler olarak adlandırılır ve değerlendirilecek şirketin defter kayıtlarını esas alır. Bunların yanında bir de finans teorisine dayalı olarak şirket değerleyen ve literatürde "Modern Değerleme Yöntemleri" olarak adlandırılan bazı yöntemler vardır.[2]

Bu çalışmada modern şirket değerlendirme yöntemlerinden en yaygın olan ve "Benzeri Şirket İle Karşılaştırma Yaklaşımı" (comparative company approach veya market approach) olarak adlandırılan yöntem kısaca anlatılmaya çalışılacaktır.

Yaygın olarak A.B.D. de kullanılan bu değerlendirme yönteminde şirket, kendine benzer özellikleri taşıyan ve borsada kayıtlı halka açık şirketlerin hisse senetlerinin satış fiyatları yardımı ile değerlendirilir. Uygulanabilirliği açısından "Benzeri Şirket İle Karşılaştırma Yaklaşımı", çok gelişmiş bir borsa sistemi gerektirdiğinden, en çok A.B.D. de kullanılmakta, belli bazı endüstri branşları dışında Avrupa ve Türkiye de henüz kullanılmamaktadır.

A.B.D.[3] de 13.000 adet borsada işlem gören halka açık şirket varken, bu sayı Almanya'da 600 ve Türkiye'de 201[4] dir ve bu veriler yöntemin ülkemizde ve diğer ülkelerde borsanın gelişimine paralel olarak gelişeceğinin bir göstergesidir.

### II. BENZERİ ŞİRKET İLE KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI (COMPARATIVE COMPANY APPROACH)

Bu yöntem yardımı ile öncelikle borsada işlem görmeyen şirketlerin değerlendirilmesi yapılır ve A.B.D. dışında kalan ülkelerde henüz kullanılmamaktadır. Bu sebepten dolayı çalışmada ağırlıklı olarak A.B.D. deki durum ve uygulama anlatılacaktır.

A.B.D. de borsada işlem görmeyen şirketlerin değerlendirilmesi yapılırken özellikle "Internal Revenue Code (IRC)" un Revenue Ruling 59-60, 1959-1 C.B. 237 bölümü önem taşımaktadır. Burada belirtilen hükümler esasen vergi ağırlıklı olmakla beraber, yapılan değerlendirme işlemlerinde de kılavuz olarak kullanılmaktadır.

Bu hükümlere göre borsada işlem görmeyen şirketin değerlendirilmesi yapılırken şirket hisseleri için "uygun pazar değeri" (fair market value) tesbit edilir. "Uygun pazar değeri" IRC de şöyle tanımlanmaktadır: "...bu varlığın gerçek durumlardan haberdar istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında ikisinin de hiçbir baskıya maruz kalmadan el değiştirdiği fiyattır" (the price at which the property would change hands between a willing buyer and willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts). Bu bağlamda uygun pazar değerinin hisselerin defter değeri olmadığı vurgulanmıştır.

IRC her değerlemede dikkate alınması gereken 8 şartı şöyle belirlemiştir:

- İştilgal konusu ve şirketin geçmişi,
- Genel ekonomik şartlar ve ilgili faaliyet alanının gelişme durumu,
- Hisselerin defter değeri ve Şirketin finansal durumu,
- Şirketin geleceğe yönelik kar potansiyeli,
- Şirketin temettü dağıtma kabiliyeti,
- Peştemaliye ve diğer maddi olmayan varlıklar,
- Hisse satışları ve değerlendirilecek hisselerin hacmi,
- Aynı branşta olup borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin fiyatları.

IRC uygun pazar değerinin bulunmasında benzeri şirket ile karşılaştırma yöntemini kabul etmektedir. Geçmişte ödenmiş veya ödenecek fiyatları ölçek olarak

kabul ettiğinden, şirket değerlemede objektif bir yol olarak kabul edilmiştir.

Benzeri Şirket İle Karşılaştırma Yaklaşımı karşılaştırma fiyatlarını 3 ayrı pazardan toplamaktadır:

- Borsada İşlem gören şirketlerin fiyatlarını New York Stok Exchange (NYSE)[5], American Stock Exchange (ASE) ve Over-The-Counter-Market (OTC) den alır ve buna dayalı olarak Benzer Halka Açık Şirket (*similar-public-company*) Metodu uygulanır.

- Gerçekleşen devir alma fiyatları "Güncel Deviralma" (*recent-acquisitions*) metodunda baz alınır.

- İlk defa borsa ile halka açılmada yeni hisse senedi fiyatları "Halka İlk Arz" (*initial-public-offerings*) metodunda kullanılır.

#### II.1- Benzer Halka Açık Şirket (Similar-Public-Company) Metodu

Bu metotta değerlendirilecek şirketin geçmişe yönelik verileri analiz edildikten sonra sonuçlar borsada işlem gören şirketlerin sonuçları ile karşılaştırılır. Yapılan karşılaştırmada çeşitli rasyolar kullanılır (örneğin Fiyat/Kazanç oranı; Satış fiyatı/Defter Değeri oranı), rasyolar önce benzer şirket için hesaplanıp, değerlendirilecek şirkete uyarlanır.

Bu metodla değerlendirme yapılırken benzer şirket hisse senedi satış fiyatları baz alındığından ve bu fiyatlar azınlıkta kalan hissedarların hisselerini temsil ettiğinden, değerlendirilecek şirketin hisselerinin kontrolü sağlayamayacak hisseler olduğu varsayılır.

Benzer Halka Açık Şirket Metodu adım adım aşağıdaki şekilde uygulanır:

(1) Değerlemeye "Due Diligence" olarak adlandırılan araştırma ile başlar ve burada

- Genel ekonomik durum,
- Şirketin bulunduğu branşın özel durumu,
- Değerlendirilecek Şirket

araştırılır.

Burada şirketin rekabet durumuna ve yönetim kalitesine özellikle dikkat edilmelidir. Bilgi toplarken değişik şekillerde hareket edilebilir:

-Şirketle ilgili bilgilerde yönetime soru formu verilmesi

-Yönetim ile yapılacak direk görüşme ve konuşmalar

-Şirketin idari ve üretim binalarının gezilmesi.

Değerlendirilecek şirket ile ilgili en önemli verileri değerlendirilecek şirketin mali tabloları, bunların ileri senelere yansıtılması, şirketin ana sözleşmesi, varolan anlaşmalar vb.dir. Duruma göre satıcılar ve/veya rakip firmalarda görüşmeler yapılması gerekli olabilir.

(2) İkinci olarak şirketin detaylı bir mali analizi yapılır. Burada son beş yılın bilanço ve gelir tabloları uzun ve kısa vadeli borçlar açısından ele alınarak

irdelenir. Karlılık oranı, gelir, nakit akımı ve temettü kalemleri araştırılır.

Özkaynak verimliliği ve sürekli sermaye verimliliği şirketin yatırımlarındaki karlılık oranlarının göstergesi olduklarından büyük önem taşırlar.

(3) Bu adımda benzer bir şirket seçilir, bu da Benzer Halka Açık Şirket Metodunun temelini oluşturur. Birçok temel özelliği birbirine benzer iki şirketin bulunması fazla olağan değildir. Benzerliklerin seçiminde verilen yanlış kararlar, şirketin değerini önemli bir ölçüde etkiler.

Benzer şirketi seçebilmek için öncelikle belli bazı kriterler oluşturulur, örneğin birinci kriter aynı veya benzer iş konusu; ikinci kriter satış yolları, mesela sadece posta kanalı ile satış; üçüncü kriter geçmiş yıl karları; dördüncü kriter orta veya büyük ölçekli şirket vb.dir.

A.B.D. de aynı veya benzer iş konuda iştegal eden şirketler Federal Ticaret Bakanlığı tarafından verilen SIC Code (Standard Industrial Classification Code) yardımı ile bulunur. Burada ana faaliyet konularını gösteren SIC Kodu ve ek faaliyet konularını gösteren SIC Kodları vardır. Önce değerlendirilecek şirketin SIC Kodları bulunur ve bulunan kodlar aracılığı ile borsada işlem gören benzer bir şirket bulunmaya çalışılır.

Örnek verecek olursak; SIC Kodlar aşağıdaki gibi sınıflandırılmışlardır:[6]

Bölüm D: Üretim

Ana Grup 37: Taşıma Araçları

371 Motorlu Taşıma Araçları ve Aksamları

3711 Binek Otomobiller

3713 Kamyon ve Otobüsler

3714 Taşıma Araçları Aksamları ve Aksesuarları

372 Uçak ve Aksamları

3721 Uçak

3724 Uçak Motorları ve Motor Aksamları

v.b.

SIC Kodu ile benzer şirket araştırması yaparken aşağıdaki kaynaklardan yararlanılmaktadır:

- Ward's Business Directory borsada işlem gören ve görmeyen şirketleri SIC Kodlarına göre sıralar ve ciroları, adresleri, yöneticileri ve kuruluş yılları gibi bilgileri verir.

- Standard&Poor's (S&P) Report; Raporda borsada işlem gören takribi 4.500 şirkete ismen yer verilmiş ve onlarla ilgili kısa özet bilgiler yazılmıştır (Satış hasılatı, Faaliyet sonucu, Fiyat/Kar oranı gibi).

- Standard&Poor's Compustat Services hazırladığı bilgisayar programında SIC Koduna göre sıralanmış

6.800 adet borsada işlem gören şirketin senelik ve üç aylık mali tablolarını sunmaktadır.

- Disclosure Inc. adlı şirket de aynı şekilde geniş bir veri bankasına sahip olup, kayıtlı şirketlerin son 3 - 5 senelik bilanço ve gelir tablolarını (A.B.D. de 10Ks olarak adlandırılan) ve son üç aylık mali raporlarını (A.B.D.de 10Qs olarak tanımlanan)elinde bulundurmaktadır. 10K Raporları her sene halka açık şirketler tarafından "Security Exchange Commission "(SEC)[7] e teslim edilir ve detaylı şekilde yazılmış bir faaliyet raporu ile tasdik edilmiş Bilanço, Gelir Tablosu ve Eklerini kapsar. Yine aynı kuruluşa her üç ayda bir son tasdiksiz rakamları içeren 10Q Raporları teslim edilir. Bu bilgiler S & P nin Standard Stock Reports adı altında NYSE, ASE ve OTC'ye sunduğu ve tear sheets olarak adlandırılan raporda mevcuttur.

- Moody's OTC Industrial Manual sadece OTC de işlem gören 3200 şirket hakkındaki önemli bilgileri verir.

- Diğer Kaynaklar şöyledir: The Corporate Finance Bluebook, Directory of Companies, The Unlisted Market Guide, Keefe Bankbook, Moody's Bank & Finance Manual.[8].

Yukarıda belirtilen kaynaklar incelendikten sonra benzeri şirketler bulunur.

(4) Şirketler yukarıda belirtilen 10K ve 10Q Raporları vasıtası ile daha sıkı bir incelemeye alınır ve eldeki verilerle rasyolar hesaplanır. Daha çok şirket performansını gösteren oranlardan faydalanılır, bunlar kar marjı, özsermaye verimliliği, nakit oranları ve kaldıraç oranıdır. Bulunan oranlar değerlendirilecek şirketin oranları ile karşılaştırılır.

(5) Son olarak seçilen benzer şirketlerin hisse satış fiyatları ile performans verileri arasında orantı kurulur, örneğin son beş senenin, son üç senenin ve son 12 ayın Fiyat/Kazanç oranı ve Fiyat/Nakit Akım oranı, Fiyat/Defter Değeri oranı v.b. bulunur.

Benzeri şirket için bulunan rasyolar, çarpan etkisi ile değerlendirilecek şirkete uygulanır ve değerlendirilecek şirketin bilinen verileri ile benzeri şirketlerin oranları kurularak bir fiyat belirlenmeye çalışılır. Örneğin benzer bir şirketin Fiyat/Kazanç oranı 2 olarak bulunuyorsa, değerlendirilecek şirketin kazancı 2 ile çarpılarak ona da takribi bir fiyat belirlenmiş olur. Muhtelif oranlar yardımı ile bulunan fiyatların ağırlıklı bir ortalaması alınarak değerlendirilecek şirkete bir değer biçilir.

Benzer Halka Açık Şirket Metodunun avantajları şunlardır;

- Halka açık şirketlerin mali verilerine kolayca ulaşabilme,
- Elde edilen verilerin doğruluğu,
- Eldeki sayıların objektifliği.

Her ne kadar bu metod resmen doğru ve objektif olarak çalışmaktaysa da, bazı dezavantajlara da sahiptir. Bunlar;

- Sadece tecrübeli ve kalifiye uzmanlar bu değerlendirme yöntemini uygulayabilirler, zira doğru benzer şirketi bulmak ve karşılaştırılacak kriterleri saptayabilmek oldukça zor bir iştir.

- Değerlendirilen şirkete özel ve gizli kalmış maddi olmayan değerler ve geleceğe yönelik özel fırsatlar bu yöntemde gözardı edilmektedir.

- Şirketi değerlendiren uzmanın subjektif kararları değerlemenin neticesini büyük ölçüde etkileyecektir.

### II.2-Güncel Deviralma (recent-acquisitions) Metodu

Bu methoda aynı iş kolunda faaliyet gösteren halka açık veya kapalı şirketlerin tümünden devir fiyatları araştırılır. Şirketlerin devir fiyatları ile mali verileri arasında oranlar kurulur ve daha sonra bu oranlar değerlendirilecek şirketin mali verilerine tatbik edilerek şirkete bir değer bulunur. Burada yapılan değerlemede kontrolü sağlayan çoğunluk hisse fiyatları baz alındığından, bu methoda Benzer Halka Açık Şirket Metodunun aksine kontrol sağlayan bir değer (control value) bulunmuş olur.

A.B.D. de deviralma fiyatları "The W.T.Grimm & Co. Mergerstat Review" dan faydalanılmaktadır, bunun içinde senelik 2.000 - 3.000 civarında deviralma işlemi katalog halinde sunulmaktadır (örneğin alıcının unvanı, satıcının unvanı, satış fiyatı ve unvanı, devredilen firma hakkında bilgiler v.b.).

### II.3-Halka İlk Arz (Initial-Public-Offerings) Metodu

Bu methoda yeni halka açılan şirketlerin hisse senedi fiyatları yardımı ile şirket değerlendirilir. Seçilen benzeri bir şirket, halka açılırken belirlenen hisse senedi fiyatları baz alınarak değerlendirilir.

Bu bilgiler A.B.D de yeni halka açılan şirketlerin listlendiği IPO Reporter'den veya IDD Information Services'den elde edilir.

Bu methoda değerlendirme sebebi şirket satışı değil, halka açılmadır. Bunun sebepleri şöyle özetlenebilir;

- Halka açılmaların sayıları çok fazla olmadığından karşılaştırılacak benzer şirketi bulmak zordur.

- Borsada yeni işlem görmeye başlayan şirketler henüz gelişme aşamasında olduklarından ve henüz kara geçemediklerinden rasyo oranlarının belirlenmesi ve karşılaştırmada kullanılması doğru değildir.

- Halka yeni açılan şirketlerin fiyatları spekülasyona açık olduğundan ve henüz tam oturmadığından bu fiyatları değerlemede kullanmak yanlış olur.

Bu metodun avantajı olarak halka açılmalarda kolay bilgi edinilebilmesi gösterilir.

### III. SONUÇ

Benzeri şirket ile karşılaştırma yaklaşımı (comparative company approach) A.B.D. de borsada işlem gören şirketlerin fazlalığı ve çok çeşitli veri kaynağı mevcut olduğundan rahatça uygulanabilmektedir.

Türkiye açısından borsanın henüz gelişmekte olması, borsada işlem gören şirketlerin büyük ölçekli olduklarından karşılaştırma yapacak benzeri şirket sayısının kısıtlı kalması ve veri kaynaklarının henüz yeterli düzeyde bulunmaması, bu yaklaşım yardımı ile değerlendirme yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Buna rağmen endüstrinin belirli kollarında (örneğin demir-çelik üretimi, ağır sanayi, çimento üretimi vb.) değerlendirme yapılırken "Benzer Şirket İle Karşılaştırma Yaklaşımı" (comparative company approach) kullanılmaya başlanmıştır.

Ülkemizde son yıllardaki özelleştirme çalışmalarında büyük endüstri işletmeleri değerlemeye tabi tutulmakta ve bu esnada yukarıda anlatılan yöntemlerden de faydalanılmaktadır.

### KAYNAKÇA

- [1]- Burçkin E.: "İşletmeler Arası Birleşmelerde Tümdenleme", Doktora Tezi, İstanbul 1984.
- [2]- Helbling C.: "Unternehmensbewertung und Steuern", Düsseldorf 1991.
- [3]- Sanfleber-Decher M.: "Unternehmensbewertung in den USA", Die Wirtschaftsprüfung Nr. 20, Oktober 1992.
- [4]- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ocak - Eylül Dönemsel Bülten, 95/3.
- [5]- NYSE A.B.D de giriş şartları en ağır olan borsadır (örneğin son hesap döneminde asgari 2,5 Milyon Amerikan Doları vergi öncesi gelir ve 1,1 Milyon Amerikan Doları değerinde halka arz edilmiş hisse senedi), arkasından ASE gelir (örneğin son hesap döneminde 750.000 Amerikan Doları vergi öncesi kar ve asgari 800 hissedar).
- [6]- Standard Industrial Classification Manual, 1987.
- [7]- Türkiye'deki Sermaye Piyasası Kurulu benzeri bir örgüt.
- [8]- The Acquisitions Manual: Guide to Negotiating and Evaluating Business Acquisitions, 1989.