

72109

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ
ANABİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Ebru ARPACIK

S.B.E. İşletme Yönetimi Anabilim Dalında Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Tez Danışmanı : Prof.Dr. Salih DURER

İSTANBUL, 1998

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ŞEKİL LİSTESİ.....	v
TABLO LİSTESİ.....	vi
ÖZET.....	viii
SUMMARY.....	ix
GİRİŞ	1
1. ŞİRKET BÜYÜMELERİ VE BİRLEŞMELERİ İLE İLGİLİ GENEL AÇIKLAMALAR.....	4
1.1. Büyüme Nedir?.....	4
1.1.1. İşletmeleri Büyüme İten Etmenler.....	6
1.1.2. Büyümenin Yarar ve Sakıncaları	8
1.2. Büyüme Yönelik Stratejiler	11
1.2.1. İşletme İçi Büyüme Stratejileri.....	12
1.2.2. İşletmelerde Dışsal Büyüme Stratejileri.....	13
1.2.2.1. Tröstleşme Yönünde Kooperasyonu Sağlayıcı Yollar	14
1.2.2.2. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıkları Korunarak Koordine Birimler Haline Getirilmesi	16
1.2.2.3. Bağımsız Birimlerin Birleşmesi	17
1.3. Birleşme Kavramı.....	18
1.3.1. Şirket Birleşmelerinin Çeşitleri.....	19
1.3.1.1. Yatay Birleşmeler.....	20
1.3.1.2. Dikey Birleşmeler.....	20
1.3.1.3. Çapraz ve Karma Birleşmeler	21
1.4. Şirket Birleşmelerinin Nedenleri	22
1.4.1. Yönetimin Etkinleştirilmesi	23
1.4.2. Operasyon Sinerjisi	24
1.4.3. Finansal Sinerji	24
1.4.4. Stratejik Planlama	25
1.4.5. Hedef Firmanın Piyasa Değerinin Düşük Değerlenmiş Olması...26	
1.4.6. Vergi Avantajı.....	26
1.4.7. Pazar Gücü	27
1.4.8. Varlık Satın Alınması.....	28
1.4.9. Psikolojik ve Kişisel Unsurlar.....	28
2. BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞMESİ	30
2.1. İşletme Değeri.....	30
2.2. Şirket Birleşmelerinin Uygunluğunun Belirlenmesi.....	32
2.3. Birleşme Şartlarının Finansal Açından İncelenmesi.....	34

2.3.1.	Birleşme Şartlarını Etkileyen Nicel (Kantitatif) Etmenler	35
2.3.1.1.	Gelecek Dönem Gelirleri ve Firmaların Büyüme Hızları ..	36
2.3.1.2.	Dağıtılan Kar Payı	37
2.3.1.3.	Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı	38
2.3.1.4.	Satın Alınacak Firmanın Defter Değeri.....	38
2.3.1.5.	Satın Alınacak Firmanın Tasfiye (Likidasyon) Değeri	39
2.3.1.6.	Firmanın Net İşletme (Çalışma) Sermayesi	40
2.3.1.7.	Firmanın Varlıklarının Teminat Olarak Gösterilmesi	40
2.3.2.	Birleşme Şartlarını Etkileyen Nitel (Kalitatif) Etmenler.....	41
2.4.	Birleşme Görüşmeleri Ve Metodlarının Saptanması.....	42
2.4.1.	Fiyat/Kazanç (Price/Earnings) Oranı Metodu.....	43
2.4.2.	Temettü Modeli Metodu	46
2.4.3.	İskonto Edilmiş Nakit Akımları Modeli Metodu.....	47
2.4.3.1.	Tahmin Dönemi Süresince Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi.....	48
2.4.3.2.	Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi	50
2.5.	Birleşmelerin Başarısı.....	52
2.5.1.	Ortak Hedef ve Anlayışa Sahip Olunması	52
2.5.2.	Birleşilecek Firmaların Denk Kuvvetler Olması.....	53
2.5.3.	Birleşme Görüşmelerinin Titizlikle Gerçekleştirilmesi	53
2.5.4.	İşletme Yetki ve Sorumlulukların Tam Olarak Dağıtılması	53
2.6.	Birleşmelerde Firma Değerlemesi	54
2.7.	Birleşme Öncesi Ve Birleşme Sonrası Firma Değeri	58
2.7.1.	Primin Hesaplanması	61
2.7.2.	Kazançların Belirlenmesi	62
2.8.	Birleşmenin Finansmanı	64
2.8.1.	Ödeme Şekilleri.....	65
2.8.1.1.	Nakit Ödeme	65
2.8.1.2.	Pay Senedi Değişimi	66
2.8.1.3.	Kredi ile Finansman	67
2.8.2.	Birleşmelerde Değişim Oranının Belirlenmesi	68
3.	BİRLEŞMENİN HUKUK, VERGİ VE MUHASEBE AÇISINDAN İNCELENMESİ.....	100
3.1.	Hukuki Yönden İncelenmesi	100
3.1.1.	Birleşme Şartları.....	100
3.1.2.	Birleşme Yöntemleri	102
3.1.3.	Birleşmenin Hükümleri.....	102
3.2.	Şirket Birleşmelerinin Vergi Yönünden İncelenmesi	103
3.3.	Şirket Birleşmelerinin Muhasebe Yönünden İncelenmesi.....	104
3.3.1.	Devir Alma Yoluyla Birleşme.....	104
3.3.2.	Kurumlar Vergisi Kanununa Göre Birleşme.....	105
3.3.3.	Birleşmede Amortisman Ve Yeniden Değerleme Uygulaması..	107
3.3.4.	Yeni Şirket Kurulması Yoluyla Birleşme	114
4.	DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	126
4.1.	Tarihsel Gelişim	126

4.1.1.	1887-1904 Dönemi Birleşme Hareketleri	126
4.1.2.	1922-1929 Dönemi Birleşme Hareketleri	127
4.1.3.	II.Dünya Savaşı ve Sonrası Dönemi Birleşme Hareketleri	128
4.2.	A.B.D. Şirket Birleşmeleri	130
4.3.	Avrupa'da Şirket Birleşmeleri.....	132
4.4.	Avrupa Birliği ve Şirket Birleşmeleri.....	137
4.5.	Türkiye'de Şirket Birleşmeleri	140
4.6.	Şirket Birleşmelerinin Sektörler İtibariyle İncelenmesi	152
4.6.1.	Sigorta Sektöründe Yasal Düzenlemeler	152
4.6.2.	Sigorta Sektöründe Şirket Birleşmeleri.....	153
4.6.2.1.	Nordstern-İmtaş Sigorta Şirket Birleşmeleri.....	158
4.6.2.1.1.	Birleşmenin Hedefleri	159
4.6.2.1.2.	Birleşmenin Başarısı	163
4.6.3.	Petrol Sektöründe Şirket Birleşmeleri.....	164
4.6.3.1.	BP ve Mobil Akaryakıt Şirketlerinin Birleşmesi	164
4.6.3.1.1.	Birleşmeye Tarafların Bakışı.....	165
4.6.3.1.2.	BP-Mobil BirleşmesininTürkiyede'kiGelişimi	168
4.6.3.1.3.	BP-Mobil Birleşmesinin Koşulları.....	168
4.6.3.1.4.	BP-Mobil Birleşmesinin Yönetime Etkisi	169
4.6.3.1.5.	Birleşmenin Pazara Etkisi	170
4.6.3.1.6.	Petrol Sektöründeki Sorunlar ve Birleşmeye Etkisi	172
4.6.4.	Çimento Sektöründe Şirket Birleşmeleri	173
4.6.4.1.	Akçimento ve Çanakkale Çimento Şirketleri Birleşmesi	182
4.6.5.	Akçimento ve Çanakkale Çimento Birleşmesinin Tahmin Teknikleri Yöntemiyle Finansal Analizi	190
4.6.5.1.	Tahminin Karar Vermedeki Rolü.....	190
4.6.5.2.	Tahmin Teknikleri.....	191
4.6.5.3.	Tahmin Tekniğinin Seçimi.....	193
4.6.5.3.1.	Karar Verme Durumunun Özellikleri	194
4.6.5.3.2.	Çeşitli Tahmin Yöntemlerinin Özellikleri	195
4.6.5.3.3.	Eldeki Geçmiş Verilerin Miktarı.....	197
4.6.5.4.	Akçansa Çmt.San.Tic.A.Ş.'nin Basit ve İkili Hareketli Ort.YöntemiyleYıl Sonu Ciro ve Net Kâr Tahmini Hes..	198
SONUÇLAR.....		219
KAYNAKÇA.....		222
ÖZGEÇMİŞ		

ŞEKİL LİSTESİ

ŞEKİL 1. Firma İskonto Oranının, Finansal Varlık Pazar Doğrusu Yardımıyla Bulunması.....	51
---	----



TABLO LİSTESİ

Sayfa No

TABLO I.	B Firmasını Satın Alan A firmasının F/K Oranı Finansal Analizi	45
TABLO II.	Birleşme Sonucunda Varlığını Devam Ettiren Firma (A+B) Firmasının Hisse Başına Kârı.....	45
TABLO III.	Birleşme Sonrasında, Firmanın Yıllık Net Nakit Akımının İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Bulunması.....	57
TABLO IV.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{4}$, Fiyat / Kazanç Oranının Sabit Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması.....	72
TABLO V.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{2}$, Fiyat / Kazanç Oranının Sabit, Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Hesaplanması.....	76
TABLO VI.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{1}$, Fiyat / Kazanç Oranının Sabit, Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması.....	80
TABLO VII.	Fiyat / Kazanç Oranının Sabit (30) Olması Durumunda Pazar Kazancı ve Net Kazanç Karşılaştırması	81
TABLO VIII.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{4}$ Sabit, Fiyat / Kazanç = 18 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması.....	85
TABLO IX.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{4}$ Sabit, Fiyat / Kazanç = 22 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması.....	89
TABLO X.	Pay Senedi Değişim Oranı $\frac{1}{4}$ Sabit, Fiyat / Kazanç = 26 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması.....	93
TABLO XI.	Fiyat/Kazanç Oranının Değişken Olması Durumunda Pazar Kazancı ve Net Kazanç Karşılaştırması	94
TABLO XII	Uygun Birleşme Şartlarının Sağlandığı (Pay Değişim Oranı $\frac{1}{3}$, Net Gelirdeki Kazancının 2000\$ ve F/K=18) Durumda Pazar Değeri ve Net Gelir Artışının Hesaplanması.....	99
TABLO XIII.	Birleşme Sonrası Yeniden Değerleme ve Devir Uygulaması.....	109

TABLO XIV.	Dünyada Şirket Birleşmeleri (milyar\$).....	130
TABLO XV.	A.B.D’de Birleşme ve Firma Satın Almaları (1980-1985).....	131
TABLO XVI.	Alman Kartel Dairesine Bildirilen Almanya’daki Birleşmeler	133
TABLO XVII.	Avrupa Petrol Sektöründe Faaliyette Bulunan Şirketlerin Pazar Payları.....	135
TABLO XVIII.	Avrupa Petrol Sektöründe Faaliyette Bulunan Şirketlerin Rafineri Kapasiteleri.....	136
TABLO XIX.	Avrupa Topluluğundaki 1000 Büyük Sanayi İşletmesi Tarafından Gerçekleştirilen Birleşmeler.....	139
TABLO XX.	Türkiye’de Büyük Yabancı Sermaye Yatırımları.....	147
TABLO XXI.	Avrupa’da Sigortacılık Endüstrisindeki Birleşme ve Satınalmalar 1986-1990.....	157
TABLO XXII.	Bölgelere Göre Çimento Kapasiteleri, Kapasiteyi Kullanma Oranları ve Gelişme Potansiyelleri.....	180
TABLO XXIII.	Gruplara Göre Çimento ve Klinker Üretimi ve Yüzde Oranları	182
TABLO XXIV.	Akçimento Ve Çanakkale Çimento (1994-1996) Brüt Satışları	201
TABLO XXV.	Akçimento Ve Çanakkale Çimento (1994-1996) Net Dönem Kârı.....	201
TABLO XXVI.	Akçimento Ve Çanakkale Çimento (1994-1996) Dönemsel Ciro Rakamları.....	202
TABLO XXVII.	Akçimento ve Çanakkale Çimento (96/12-97/12) B.Satış Tahminleri.....	202
TABLO XXVIII.	96/ Aralık Dönemsel Ciro ve Brüt Satış Payının Hesaplanması	205
TABLO XXIX.	96/12 Döneminin Net Dönem Kârının Hesaplanması.....	206
TABLO XXX.	Yıllara Göre Brüt Satışlarının Yüzde Değişimleri.....	210
TABLO XXXI.	Birleşmenin Gerçekleşmediği Varsayımı Halinde 97 Yılı Dönemlere Ait Tahmini Brüt Satışlar	214
TABLO XXXII.	Akçansa İle Birleşmenin Yapılmaması Durumunda Toplam Ciroların Karşılaştırılması.....	215
TABLO XXXIII.	Akçansa İle Birleşmenin Yapılmaması Durumunda Toplam Net Kârlarının Karşılaştırılması.....	218

ÖZET

İşletmelerin, günümüzün ekonomik koşullarında ve artan rekabet şartlarında tek başına ayakta kalma çabalarının yetersiz kalması, son yıllarda şirket birleşmelerinin hız kazanmasına yol açmıştır.

Çalışmamızda, birleşme kavramları, birleşme nedenleri, işletmelerin değerinin ve birleşme için uygunluğunun saptanması, finansal şartların irdelenmesi ve değerlendirilmesine yer verilmiştir. Birleşme metotlarının seçilmesi ve birleşmelerin başarısının nedenleri üzerinde durulmuştur. Birleşmeleri, finansal açıdan incelediğimizde, cevaplandırılması gereken ilk soru, firmaların ne şekilde değerlendirilmesi gerektiğidir. Çalışmamızda, birleşme öncesi ve sonrası birleşme şartları değerlendirilerek bu sorunun cevabı bulunmaya çalışılmıştır. Birleşmenin finansal yönden incelenmesinin ardından hukuki yönden bir inceleme yapılmıştır. Dünyada ve Türkiye’de birleşme hareketlerinin gelişim süreçleri incelenmiştir.

Çalışmamızın uygulama kısmında ise, rekabetin yoğun olarak yaşandığı sektörlerden örnekler verilmiştir. Bu sektörlerden sigorta ve petrolde yaşanan birleşme örnekleri gerek üst düzey yöneticilerden gerekse sektöre ait dergilerden alınan bilgiler dahilinde hazırlanmıştır. Finansal analiz örneği olarak, çimento sektöründe faaliyeti gösteren Akçansa’ya yer verilmiştir. Sabancı ve Belçika firması CBR’ın birleşmesi aynı zamanda yabancı ortaklı şirket birleşmelerine de güzel bir örnek teşkil etmektedir.

Şirket Birleşmelerinde hedeflenen; yeni pazar veya uzmanlık alanı ya da pazardaki rakiplerle mücadele edebilmek için sektör içinde güçlenme olmaktadır. Ancak unutulmaması gereken konu, her birleşmenin başarıyla sonuçlanmadığıdır. Bu yüzden, birleşme öncesi çalışmalar objektif olarak sürdürülmeli ve sinerjinin gerçekten uzun vadede şirket yararına oluşacağından emin olunmalıdır. Birleşmenin çerçevesi çizildikten ve kağıt üzerinde birleşmenin tamamlanmasının ardından farklı şirket ve yönetim kültürlerinden gelen yöneticiler arasındaki sağlıklı ilişkileri temin etmek de çözülmesi gereken en büyük sorunlardan birisi olabilmektedir. Birleşen şirketlerin yöneticilerinin tecrübeli olması, birleşme sonrasında karşılaşılabilecek sorunların aşılmasında önemli bir faktördür.

Sonuç olarak, 1996 yılı birleşme hareketlerinin yoğun bir şekilde yaşandığı, birleşmeler yılı olarak tanımlanabilecek bir dönem olarak nitelendirilebilir. Sektördeki rekabeti en az zararla ve en yüksek pazar payına sahip olarak aşmak düşüncesindeki her şirket, birleşme konusuna her geçen gün daha sıcak bakmaktadır. Bu nedenle, önümüzdeki yıllarda bu çalışma konusunu teşkil eden, şirket birleşmelerinin, çok daha büyük bir önem kazanacağını söylemek yanlış bir değerlendirme olmayacaktır.

SUMMARY

Mergers have become more intense in the last years, since companies' efforts to stand alone under today's both economic and increasing competition circumstances, became insufficient.

In our thesis named "**mergers**"; our research topic, the term of "**merge**"; detecting the qualifications of companies and their reliability for merging; examination of the financial circumstances which is the main topic of this research and its evaluation are the contents. Choosing the methods of merging and the reasons of success of real mergers have also been mentioned. In our evaluation of financial mergers the first question that we face is "how should we evaluate the company?". In our study merging circumstances before and after the mergers has been studied. After examination of mergers from the financial point of view the legality of mergers has been evaluated. Development periods of mergers movements have been examined both in the world and in Turkey .

In the application part of the thesis examples from the sectors, where rivalry is intensively seen, have been given. The examples of mergers in the insurance and petroleum sectors have been examined according to the information taken from the executive managers of the companies and magazines of expertise. In the financial example Akçansa company, whose shares are open to public, has been mentioned. Also the mergers of Sabancı and the Belgian firm CBR is a good example of mergers of companies of foreign origin.

The aim in merging should be; new market for expertise or growing more powerful to beat the rivals in the sector. Thus there is something to remember that all the mergers are not always successful. Therefore the work before the merger should be carried objectively and assurance that the synergy would be profitable to the company in the long run should be accomplished. After the frame of merger has been drawn and completed on paper, establishing the communication between managers of separate companies and managing culture remains a problem to be solved. In the overcoming of foreseen problems of mergers, the high experience of managers of merging companies is an important factor.

As a result if we define the year 1996 as the year of mergers, it would not be an inappropriate statement. Every company that work with the idea of minimum loss and maximum market share, approach the issue of merging with a growing interest everyday. Therefore the topic of this study shall need more research in the following years.

GİRİŞ

Birleşme, her geçen gün artan ve tam rekabet koşullarının söz konusu olduğu piyasalarda faaliyetlerini sürdüren şirketlerin, daha etkin bir piyasa payına sahip olmak için seçtikleri büyüme yollarından biridir.

Günümüz dünya ekonomisinde globalleşmenin ve tam rekabet şartlarının yaşandığı ortamda, pazar paylarının, büyük organize olmuş dağıtım ağlarını tam olarak kurmuş ve holdingleşmeye doğru kayan şirketlerin elinde olduğu görülmektedir. Böyle bir ortamda, rekabetten uzak, kısıtlı müşterisi olan, dağıtım kanalları yetersiz ve büyük şirketlerin yeni ürün geliştirmek için ayırdıkları fonlar ve bunun sonucunda ortaya çıkan yeni ürünlerle baş edemeyecek durumda olan küçük ölçekli şirketler faaliyetlerini etkin ve kârlı olarak sürdürememektedirler.

Şirket birleşmeleri, özellikle ekonomik krizin sık görüldüğü Türkiye için daha büyük önem taşımaktadır. Ayrıca her yıl artan iç ve dış rekabetin dışında, Gümrük Birliği sürecinde başlaması, Türk işletmelerinin rekabet güçlerini artırması gereğini doğurmuştur. Küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ekonomik sistem içinde mevcudiyetlerini sürdürmek konusunda bu dönemlerde zorluklar içerisine girmektedirler. Bu finansal zorlukların atlatılması, firmaların ekonomik krizlere karşı, mali yapılarını güçlendirmelerinin bir yolu da bu firmaların birleşmeleri olmaktadır. Birleşmelerin kaynak kullanımında, verimlilik sağladığı gerçeğini de göz önüne alırsak, ülkemiz gibi sermaye kaynağı kısıtlı ülkeler açısından, birleşmelerin finansal önemi daha iyi anlaşılabilir.

Şirketler Birleşme öncesinde, alternatif firmaları tanımak amaçlı, flört devresi geçirirler. Bu süre içerisinde şirketin finansal yapısı, şirket kültürü, organizasyonu ile kendi yapısına uygun ve sinerji etkisini açığa çıkarabilecek, doğru eş seçmek isterler. Çalışmamızda, şirketlerin birleşme öncesi finansal yapılarını, birleşme sonrası finansal yapısıyla karşılaştırma yoluna giderek, sinerji etkisi hesaplanmaya çalışılmıştır. Ancak birleşmenin organizasyona ve şirket kültüründe ne tür bir etkiye neden olduğu konusuna değinilmemiştir.

Globalleşen dünyada, şirketler de bir araya gelerek ortaklık oluşturmayı giderek daha fazla tercih etmektedirler. Uluslararası dev şirketler bile güçlerini bir araya getirerek, çalışmanın avantajını keşfetmiş duruma gelmişlerdir. Çünkü dünya pazarında artan rekabet karşısında ayakta kalabilmek için, şirketler güçlerini bir araya getirerek zorlukları aşmaya çalışmaktadırlar. Dünya pazarında durum böyle iken Türkiye’de de farklı bir durum sözkonusu değildir. Şirket birleşmelerinin Türkiye’de giderek artıyor olması bu konuda yapılan çalışmamızı, sonraki yıllarda daha fazla başvuru kaynağı haline getirecektir.

Ülkemizde özellikle son yıllarda birleşen şirketlere bakıldığında, yabancı ortaklı birleşmelerin çok daha gözde olduğu ve Türk şirketleri tarafından tercih edildiği görülmektedir. Bu birleşmeler sayesinde, Türk firmaları dış pazarlara daha kolay açılabilirler. Yabancı ortak, şirketin pazar payını artırmasının yanısıra yeni pazarlar bulmasına, finans sorunlarını çözerek yeni kaynaklardan yararlanmasına neden olmaktadır. Ayrıca yabancı ortaklar şirkete teknoloji transferi, know-how getirmesi dışında şirket için imaj da yaratmaktadır. Aynı zamanda birleşmenin şirket yönetimine daha profesyonel bir yapı kazandırmasına, yabancı yatırımcıların tercihlerini o yönde kullanmasına etken olmaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde büyüme ve birleşme kavramları, birleşmeyi ortaya çıkaran etkenler, işletmeyi birleşmeye götüren nedenler incelenmiştir. Birleşmenin şirkete sağladığı avantaj ve dezavantajlar karşılaştırılarak iyi bir birleşme için uygun şartlar belirlenmiştir.

İkinci bölümümüzde; işletme değeri, birleşmenin uygunluğunun belirlenmesi, birleşme görüşmeleri ve metotların saptanması üzerine incelemelere yer verilmiştir. Birleşme öncesi ve sonrası firma değerinin karşılaştırılmasına ilişkin bir örnek çalışma yapılmıştır. Birleşmenin finansmanını karşılamak üzere, ödeme şekilleri incelenmiş, finansmanı hisse senetleri ile karşılanan halka açık şirketlerin birleşmesini konu alan örnekler verilmiştir. Halka açık şirketlerde hisse senetleri değişim oranları ile fiyat/kazanç oranları kullanılarak yapılan çeşitli örneklerde, en uygun birleşme şartlarını sağlayacak birleşme alternatifi üzerinde çalışılmıştır.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde; şirketlerin birleşmelerini hukuk, vergi ve muhasebe yönünden incelemesi yapılarak, birleşen firmaların birleşme öncesi ve sonrası muhasebe kayıtlarının nasıl tutulması gerektiği konusunda bir çalışma yapılmıştır.

Dördüncü bölümde şirket birleşmelerinin tarihsel gelişimi, dünyada ve Türkiye’de şirket birleşmeleri incelenmiştir. Dünyadaki şirket birleşmelerini A.B.D., Avrupa, AB olarak ele alınmış, büyük birleşme örnekleri verilmiştir. Türkiye’deki şirket birleşmelerini, rekabetin yoğun olarak görüldüğü sigorta, petrol ve çimento sektöründe yapılan büyük birleşmelerin inceleme yoluna gidilmiştir. İlk olarak sigorta sektöründe iki büyük şirketin Nordstern-İmtaş Sigorta birleşme örneğine yer verilmiştir. Birleşmeye ait bilgiler, sektöre bağlı dergilerden alınan röportaj ve makalelerden derlenerek hazırlanmıştır. Ayrıca sigorta sektöründe ki, kanuni düzenlemelerden ve dünyadaki uygulamalardan bilgiler verilmiştir. Dünyada ve Türkiye’de birleşen Bp-Mobil, petrol sektöründe büyük bir atılım yapmış ve değişimi hızla sonuçlandırmıştır. Bp-Mobil ile ilgili şirket bilgileri, Finans Müdürü Bülent Kunt ve , İnsan Kaynakları Müdürü Deniz Güzelöz ile yapılan görüşmeler ve bültenlerden alınmıştır. Çalışmamızda, taş ve toprağa dayalı sanayi grubundan, çimento sektöründe faaliyet gösteren, hisse senetleri piyasada işlem gören Akçimento ve Çanakkale Çimento şirketlerinin birleşmesine yer verilmiştir. Akçansa İnsan Kaynakları Genel Müdür Yardımcısı Kazım Kökçü ile yapılan karşılıklı görüşmelerde edinilen bilgilere ve Akçansa’nın iki ayda bir yayınladığı Akçansa Bülteninden haberlere yer verilmiştir.

Çalışmamızın son bölümünde, birleşmenin gerçekleştirildiği 1 Ekim 1996 tarihi itibariyle, Akçimento ve Çanakkale Çimento şirketlerinin varlıkları sona ermiştir. Bu aynı zamanda birleşme öncesi açıklanan bilançoların Eylül dönemine ait son şirket göstergeleridir. Aralık ayında açıklanan bilanço ise, Akçansa’nın ilk bilançosu olma özelliğini taşımaktadır. Çalışmamızda yer verdiğimiz hesaplamalar, Akçimento ve Çanakkale Çimento şirketlerinin, birleşmenin yapılmadığı varsayımı ile, öncelikle 96 yılı Aralık ayı net kâr ve satışlarının tahminini yaparak, bulduğumuz değerleri, geçmiş verilerle basit ve hareketli ortalamalar yöntemini kullanarak 97 yılına bir prejeksiyon yapılmış, birleşmenin analizi ve birleşme sonrası İ.M.K.B.’nin o dönemlere ait açıkladığı verilerle karşılaştırarak, sonuçları değerlendirilmeye çalışılmıştır.

1.BÖLÜM

ŞİRKET BÜYÜMELERİ VE BİRLEŞMELERİ İLE İLGİLİ GENEL AÇIKLAMALAR

1.1.BÜYÜME NEDİR?

Günümüzde şirketlerin temel amacı yaşamlarını sürdürebilmektir. Bunun için de şirket kâr etmek zorundadır. Şirket, kârlılığını sürdürebilmek için de piyasa payını korumak, daha etkin piyasalar bulmak, yeni ürünler üretmek kısacası büyüme ve gelişme durumundadır.

Şirketlerin büyümeleri mikro açıdan kendilerine çeşitli avantajlar sağladığı gibi, makro açıdan işletmelerin faaliyetlerini sürdürdükleri ülkenin ekonomisine, kaynakların daha etkin kullanımı ve refah düzeyinin yükseltilmesi bakımından çeşitli faydalar sağlamaktadır.

Büyük ölçekli faaliyet gösteren şirketler, araştırma geliştirme faaliyetlerine büyük kaynaklar ve ucuz hammadde sağlayabilmekte, finansal açıdan güçlü olması nedeniyle, maliyetleri düşürücü politikalar izleyebilmektedirler. Kısacası daha etkin bir yapıya sahip olabilmektedirler.

Birleşmenin en önemli sebebinin hızlı büyüme olduğu ortaya çıkmıştır. Bu yolla rekabet için gerekli kritik büyüklük ve atıl kapasiteden yararlanabilme olanakları doğmaktadır¹. Aynı zamanda birleşmenin bir diğer sebebi çok yönlü büyüme ile riskin dağıtılmasıdır. Bu tip büyüme aynı zamanda işlemsel etkinliğin iyileşmesini ve sabit masrafların daha geniş bir satış hacmine dağılmasını sağlamaktadır.

Bir başka önemli sebep ise ölçek ekonomilerinden yararlanma oluşturmaktadır. Mevcut üretim konusuna benzer veya yepyeni bir ürünün en az zaman ve gider ilavesi ile ortaya konmasıdır. Bu olgu, birleşen işletmelerin birbirlerini tamamlayıcı kapasitelerinin harekete geçmesi ile mümkün olabilmektedir.²

¹ SAMUELS J.M., WILKES F.M., *Management of Company Finance*, 1.b., İngiltere: 1977, s. 414.

² SAMUELS J.M., WILKES F.M., a.g.e., s. 414.

Birleşmenin sağladığı esneklik, mevcut makinelerin işletmeler arasındaki yer değişimini kolaylaştırmaktadır. Teknik bilgi akışı kolaylaştığında finansman ve tüm giderler azaltılabilmekte ve büyük işletme küçük işletmenin yaratıcı özelliklerinden faydalanabilmektedir. Küçük işletme ise artık tek başına riski ve yüksek maliyetli bulduğu yenilikleri geliştirmek için yeterli kaynak kullanabilmektedir. Birim başına maliyetin düşürülebilmesi için giderlerin birleştirilmesi, koordine edilebilmesi ve geniş bir tabana dağıtılabilmesi böylece mümkün olur.

Büyümenin işletme yönetimi üzerinde sağlayacağı ekonomik fayda ise, uzmanlaşmanın gerçekleşmesi ile, muhasebe ve istatistik gibi araçlarla yönetim üzerinde daha kapsamlı bir kontrolün kurulması olgusundadır. Ayrıca araştırma faaliyetlerine de etkinlik kazandırılarak sonuçların daha iyi değerlendirilmesi olanağı artar. Planlama işleminin merkezileştirilmesi de bir başka yarar olarak ele alınabilir. Üretim hacmindeki gelişme sonucu birbirini izleyen aşamalar arasında koordinasyon sağlanması, fonların daha etkin kullanımını gerçekleştirmekte böylece işletmenin kredi riski azalacağından kredi maliyetinde düşmesi sağlanır. Büyümenin sağladığı faydalardan yararlanabilmek için büyüme hedeflerini mümkün kılan stratejilerin ve optimal büyüklüğün tespit edilmesi gerekmektedir.

İşletme büyüklüğü ürettikleri malların satış tutarları (satış hasılatları), büyüme hızları, bilanço kârları, özsermayeleri, ücretli çalışanların sayısı ve yatırımlarının tutarı gibi göstergelerle ölçülür.³Firmanın iş hacmi ve buna bağlı olarak döner ve sabit değerlerde oluşan yatırım tutarının büyüklüğü, büyüme hızının ölçülmesinde kullanışlı birer ölçektir. Büyümenin dengeli ve verimli olarak gerçekleştirilmesi ve devamlılığın sağlanabilmesi için optimal büyüklüğün aşılması gerekmektedir.⁴

³ MUCUK İsmet, *Modern İşletmecilik*, 4.b., İstanbul: Der Yayınları, 1989, s. 94.

⁴ RINSCHÉ Gunter, (Çev. S.Çölün), *Orta Ölçekli İşletmelerin Geleceği*, Ankara: Devler Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası Yayınları, 1985, s. 116.

1.1.1. İşletmeleri Büyüme İten Etmenler

Firmaları büyüme iten temel etmen ekonomiktir. Bunun yanısıra firma sahipleri veya firmayı yönetenlerle ilgili psikolojik faktörler de firmanın büyümesinde rol oynayabilir.⁵

İşletmelerin büyüme yoluna gitme nedenlerini büyüme hedefleyen iki taraf açısından ele alacak olursak; (Büyüme iki firmanın birleşmesi ile gerçekleşecekse güçlü firma alıcı olarak, birleşme kararı vererek katılma koşullarını kabul eden firma satıcı olarak nitelendirilmiştir.)

Alıcıyı büyüme yönelten nedenler şu şekilde sıralanabilir:⁶

- i. İşletmenin piyasadaki hisse senedi değerlerini yükseltmek; piyasada güçlü bir işletme imajı yaratıp elde edilen yeni imkanlarla hisse başına kârları artırarak hisse senedi fiyatlarında artış sağlamak,
- ii. İşletmenin büyüme oranını mevcut iç büyüme stratejilerinin büyüme oranından daha çok artırmak,
- iii. İç büyüme yolunu seçerek fonları aynı alana yatırmak yerine dışardan bir birim satın alarak iyi bir yatırım yapmak,
- iv. Bir işletmenin kârları ve satışlarında kararlılığı sağlamak. Böylece kâr ve satış eğrilerinde periyodik iniş çıkışlar veya dalgalanmaların önüne geçmek,
- v. Ürün hattını dengelemek veya tamamlamak,
- vi. Mevcut ürünlerin hayat eğrisi olgunluk safhasına girdiğinde ürün hattını çeşitlendirmek,
- vii. Bir rakibi satın alarak rekabeti azaltmak,
- viii. İşletme için gerekli bir kaynağa süratle kavuşmak,

⁵ AKGÜÇ Öztin, *Finansal Yönetim*, 6.b., İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayınları, 1994, s. 861.

⁶ EREN Erol, *İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim*, 3.b., İstanbul: İşletme İktisadi Enstitüsü Yayınları, 1990, ss. 216-217.

ix. Satın alınan işletmenin geçmişteki zararlarını vergiden düşürerek mevcut ve gelecekteki net kazançları artırmak,

x. Üretim, pazarlama, dağıtım kanalları, teknolojiler, genel giderler, araştırma, geliştirme ve benzeri hususlar bakımından alan ve satan işletme arasında oluşabilecek sinerjiden doğan verimliliği ve kârlılığını artırmak.

Satıcıyı büyümeye yönelten nedenleri de şu şekilde açıklayabiliriz:

- i. Firma sahiplerinin hisselerini ve işletmenin değerini artırmak,
- ii. Satın alan işletmeden sağlanacak kaynaklarla işletmenin büyüme oranını artırmak,
- iii. Elde edilecek kaynaklarla faaliyetleri düzenlemek ve onları daha verimli kılmak,
- iv. Satın alıcı işletmenin elinde bulunan mevcut işletmelere katılarak güçlü bir çeşitlendirme stratejisine yardımcı olmak,
- v. Girişimci bir kişi sıfatıyla satın alan işletmenin tepe yönetimine girmek ve onlarla tepe yönetimi problemlerini görüşmek,
- vi. Durumu kötüye giden işletmenin tekrar yaşama ve gelişme şansına kavuşmasının verdiği mutluluğu duymak.

Büyüme kararlarında en önemli faktör girilecek endüstrinin seçimi ve alınacak işletmeler hakkında sağlanabilecek bilgilerin elde edilebilirliğidir. Genellikle satın alınmaya aday işletmeler hisse senetleri geniş halk kitlelerine dağılmış bulunan kuruluşlardır. Satın alma kararını etkileyen bilgiler satın alınacak işletmenin ürünleri, müşterileri, pazar yapısı ile endüstrinin gelecekteki istikbaline ilişkin olmaktadır.

Ancak, büyüme kararının iki ayrı firmanın birleşmesi ile gerçekleştiği durumlarda, birleşme hareketinin serbest rekabet ortamını ortadan kaldırdığı, tekelleşmeye neden olduğu, aşırı kârları artırdığı, tüketicinin ve kamunun zararına daha pahalı ve kalitesiz mal üretimini teşvik ettiği düşüncesi ile devlet tarafından antitröst kanunlar çıkarılarak kontrol edilmektedirler.

1.1.2. Büyümenin Yararları ve Sakıncaları

Büyümenin, işletme için yararlarını şu şekilde gruplayarak belirleyebiliriz;⁷

i. Üretim:

“Üretim, malların faydasını artırmak veya faydalı mallar ve hizmetler meydana getirmektir”.⁸ Yada başka bir ifadeyle, üretim faktörlerinin (sabit sermaye, teknoloji, işgücü, malzeme, enerji, döner sermaye) fiziksel, kimyasal ve ekonomik (iktisadi) değişikliklere uğratarak, mamul (ekonomik mal veya hizmet) haline getirilmesidir.

Büyümenin, bir işletmede üretime getirdiği yararları sıralamak gerekirse,

- a. Sermaye mallarının artan kapasitelerde kullanımını ve kitlesel üretim,
- b. Uzman, teknisyen kullanımını ve araştırma olanaklarının elde olunması,
- c. Uzmanlaşma ve tamamlanmanın sağlanması,
- d. Ara ürünlerinin daha iyi değerlendirilmesi,
- e. Üretim kararlılığa kavuşturulması ve aylak kalınan dönemlere ait giderlerin yaratabileceği zararın en az kılınması.

ii. Pazarlama:

“Pazarlama değişim yoluyla bireylerin ihtiyaçlarını tatmine yönelmiş bir işletmenin hedef olarak seçtiği tüketici ile işletme arasında iletişim ve değişimi amaç edinmiş bir faaliyetler bütünüdür.”⁹

Büyümenin, işletmede pazarlamaya getirdiği yararlar;

- a. Büyük hacim, düşük fiyatlar ve daha kolaylaştırılmış satış,
- b. Satış memurlarının daha etkin kullanımı,

⁷ GÖNENLİ Atilla, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 7.b., İstanbul: İşletme Fakültesi Yayınları, 1991, ss. 566-568.

⁸ BİRDAL İlker, *İşletme Ekonomisi*, İstanbul: Çağlayan Kitapevi, 1986, s.23.

⁹ TUNCER Doğan, “*Pazarlama Kavram ve Tanımı*”, Ankara, Gazi Yayınları, 1992, s.3.

- c. Reklamdan daha ekonomik yararlanma,
- d. Maliyetleri düşürmek için araçların fonksiyonlarını üstlenmek ve müşterilere daha etkin biçimde ulaşmak,
- e. Ulaştırma giderlerinden tasarruf.

iii. Satın Alma:

Satın alma, “Üretilmiş bulunan mal ve hizmetlerin, tüketiciler tarafından bedeli karşılığında sahip olunmasıdır.”¹⁰

Büyümenin, satın almada işletmeye sağladığı yararlar;

- a. Büyük miktarda satın almanın sağlayacağı tasarruflar,
- b. İlk kaynaktan direkt satın alma ya da ilk kaynağın sahipliğini ele geçirme,
- c. Hammadde arzı üzerinde kurulacak kontrol.

iv. Yönetim:

Belirli amaçlara ulaşabilmek için insanlara iş yaptırabilme, onların yaptıkları işlerde işbirliğini gerçekleştirebilme ve koordinasyonu sağlama faaliyetidir.¹¹

Büyümenin, bir işletmenin yönetimine sağladığı yararlar;

- a. İstatistik ve muhasebe yoluyla daha kapsamlı bir kontrol kurulması,
- b. Şirketlerarası karşılaştırmalar yapma, fikir alış-verişi sağlama,
- c. Daha büyük ölçüde uzmanlaşma,
- d. Yüksek ücretler ödenen uzmanların kullanımı,
- e. Araştırmaya daha büyük ölçüde yer verilebilmesi ve araştırma sonuçlarını denemeye alma açısından daha büyük olanakların varlığı,
- f. Planlama faaliyetlerinin merkezleştirilmesi,
- g. İşçi dönüşümündeki azalma (daha fazla iş çeşidinin bulunmasından dolayı).

¹⁰ TUNCER Doğan, “*Dağıtım Kanalları Sistemi*”, Ankara, Gazi Yayınları, 1992, s.145.

¹¹ BİRDAL İlker, AYDEMİR Nilgün, *Yönetim Teorileri*, İstanbul, Sistem Yayıncılık, 1992, s.1.

v. Finansman:

Bir firmanın başarısının hatta varlığını sürdürmesinin, üretime devamının, duran ve dönen varlıklara yatırım yapma gücü ve isteğinin, büyük ölçüde, izlediği ve izlemekte olduğu finansman politikasına, aldığı finansal kararlara bağlı olduğu ileri sürülmektedir.¹²

Büyüme, bir işletmeye finansman açısından şu yararları sağlar;

- a. Üretimde birbirini izleyen aşamaların bir koordinasyonu sağlanabileceğinden fonların daha etkin kullanımı,
- b. Grubun kredi riski daha az olacağından kredi maliyetinde düşme,
- c. Para, alacaklar, ödetim ve stoklar üzerinde merkezi kontrol,
- d. Dengeli üretimle kararlı kazanç,
- e. Rekabetin azaltılması ya da tamamen bertaraf edilmesi ve pazar fiyatları üzerinde kontrol,
- f. Şirketin pay senetlerinin daha çekici hale gelmesi,
- g. Vergi ödemelerinin geciktirilmesi ya da diğer açılardan sağlanan finansal yararlar.

Yukarıda sıralanan tüm konular, sonuç olarak, şu ya da bu şekilde maliyetleri düşürmek, imalat kapasitesini daha etkin bir şekilde kullanmak, satış kanallarını iyileştirerek pazarlama kapasitesini daha etkin kullanmak v.b. gibi adımlarla daha büyük kâr sağlamaya yöneliktir. Ancak büyümenin gerçekleşmesi için gerek ve yeter şartların sağlandığı durumlarda bile büyümeyi sınırlayıcı etmenler sözkonusu olabilmektedir.

Büyümenin, işletmeye getirmiş olduğu sakıncaları ise şu şekilde sıralıyabiliriz;

- a. Yöneticilerin kapasitelerinin sınırlı olması nedeni ile büyümenin sınırlanması,
- b. Personel sayısı arttıkça personel arasındaki ilişkilerin zayıflaması,
- c. İmalat ve idarenin yükünün artması,
- d. Aşırı kapitalizasyon,
- e. Kamu önünde dikkatleri üzerine çeken bir şirket halini alarak eleştirilere konu olunması gibi

¹² AKGÜÇ Öztin, a.g.e., ss.14-15.

Büyümenin, İşletmeye getirmiş olduğu yararlar ve sakıncalar karşılaştırıldığında, büyümenin bir işletme için kaçınılmaz olduğu, yarar tarafının hayli ağır bastığı görülmektedir. Gerçekten bugün için gerek ülkemizde, gerek Batı'da görülen büyük şirketler bu tespiti doğrulamaktadır. Bununla beraber, büyüyen işletmelerde yukarıda sıraladığımız yararlar büyüme devam ettikçe azalan yararlar sağlayacağından arzulanan şirket hacminin belli bir noktada kalacağı söylenebilmektedir.

1.2.BÜYÜMEYE YÖNELİK STRATEJİLER

Firmaların büyümesi iki şekilde olabilir;

- i. İç büyüme,
- ii. Dış büyüme.

İç büyüme; firmaların kendi olanaklarıyla, faaliyetlerinin sonucu yarattıkları veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni yatırımlara tahsisi yoluyla büyümeleri olarak nitelendirilmektedir.¹³

Dış büyüme ise, bir firmanın diğer firma veya firmaların tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümesi olarak tanımlanmaktadır. Firmalar, yalnız kendi yarattıkları olanaklarla büyüme yerine, diğer firmaları tamamen veya kısmen satın alarak veya yönetimlerini ellerine geçirerek büyüme seçeneğini, bazı koşullarda yeğlemektedirler. Bu büyüme yöntemi, ekonomik yapının gelişmesi, üretim tekniğinin değişmesi, yeni üretim yöntemlerinin uygulanmaya konulmasıyla özellikle XX. yüzyılın başından itibaren önem kazanmış ve Batı ülkelerinde geniş ölçüde uygulanmaya başlanmıştır.¹⁴

¹³ AKGÜÇ Öztin , a.g.e., s.863.

¹⁴ AKGÜÇ Öztin , a.g.e., s.863.

1.2.1.İşletme İçi Büyüme Stratejileri

İşletmenin kârlarını alıkoyarak veya otofinansman yoluyla yatırım yaparak büyümesi, işletme içi büyüme stratejisi olarak kabul edilmektedir.¹⁵

Bu yolla büyümeyi hedefleyen işletmelerin izleyecekleri büyüme stratejileri iki grupta incelenebilir.

- i. Mevcut mamul/pazar alanında kalarak büyüme,
- ii. Yeni mamul/ pazar alanına girerek büyüme.

Şirket içi büyüme stratejisinde, mevcut pazar veya mamul çevresinde kalarak büyüme, faaliyetleri planlama ve geliştirme esas alınmıştır.¹⁶ Büyüme stratejisi yatay ve dikey olarak ayrılmaktadır. Yatay büyüme stratejisinde işletme, pazara hakim olma veya mamulü geliştirme çabası içindedir.

Geriye doğru dikey büyüme stratejisinde, işletme kendi üretiminde kullandığı hammadde veya girdilerin üretilmesine yönelik planlar yapmaktadır. İleriye doğru dikey büyüme stratejisi söz konusu olduğunda işletme ürettiği mamulleri tüketenlere hizmet verici yeni yollara yönelmektedir.

Çeşitlendirme stratejisi eldeki mamul ve hizmetler yaşam seyrinde gerileme gösteriyorsa, yeni mamule geçmek için veya eldeki mamul ve hizmetler kendisine gerekenden daha fazla nakit yaratıyorsa bu fazlalığı yeni mamullere yöneltmek için uygulanır. Çeşitlendirme stratejisi çok yönlü dağılma yolu ile büyüme, mamulleri arasında herhangi bir bağ bulunmayan işletmelerin bir elde toplanması ve bu yolla ürünlerin çeşitlendirilmesi olarak da tanımlanabilir.

¹⁵ DİNÇER Ömer, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, 1991, s.186.

¹⁶ DİNÇER Ömer, a.g.e., s. 186.

1.2.2 İşletmelerde Dışsal Büyüme Stratejileri

Bir firmanın diğer firma veya firmaların tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümesi olarak tanımlanmaktadır. Bu büyüme yöntemi, ekonomik yapının gelişmesi, üretim tekniğinin değişmesi, yeni üretim yöntemlerinin uygulanmaya konulmasıyla özellikle XX.Yüzyılın başından itibaren önem kazanmış ve Batı ülkelerinde geniş ölçüde uygulanmaya başlanmıştır.¹⁷

Dışsal büyüme yolları çeşitli şekilleri itibariyle şöylece sıralanabilir¹⁸:

I. Faaliyetlerin birleştirilmesi ve tam kontrol olmamakla beraber tröstleşme yönünde kooperasyonu sağlayıcı birimler haline getirilmesi ,

- i. Protokol(gentlemen's agreements)
- ii. Fonlar (pools), kartel
- iii. Çıkar grupları (Communities of interest)
- iv. Yönetim kurulu üyelerinin aynı kişiler olması (interlocking directorates).
- v. Alım - satım anlaşmaları

II. Bağımsız birimlerin bağımsızlıkları korunarak koordine birimler haline getirilmesi,

- i. Tröstler
- ii. Holding Şirketler

III. Bağımsız birimlerin birleşmesi (birinin ya da her ikisinin bağımsızlığın ortadan kalkması)

- i. Konsolidasyon
- ii. Birleşme (merger)

¹⁷ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.863.

¹⁸ GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s.572.

1.2.2.1.Faaliyetlerin Birleştirilmesi Ve Tam Kontrol Olmamakla Beraber Tröstleşme Yönünde Kooperasyonu Sağlayıcı Yollar:

Protokol tipi resmi olmayan anlaşma modeli, fiyatları arzulanan düzeyde tutmak için ya da satış bölgelerini paylaşmak için yapılan anlaşmalardır. Ancak bu yaklaşım, taraflar kendi arzuları ile anlaşmayı bozabileceğinden daha başka yöntemlere yerini bırakmıştır.

Pool (fonları havuzda toplama) aralarında rekabet olan şirketlerin fiyatları, patentleri, pazarları bir araya toplaması şeklindedir.

Karteller; genellikle aynı işle uğraşan, yani konuları aynı olan çeşitli işletmelerden meydana gelen birliklere kartel adı verilmektedir. Kartel şeklinde birleşmeler oldukça geniş kapsamlı bir birleşmedir. Aynı konu ile uğraşan çeşitli işletmelerin bir birlik meydana getirmesinin çeşitli amaçları vardır. Kartelleri bu amaçlarına göre sınıflandırabiliriz.¹⁹

- i. Fiyat Kartelleri,
- ii. Satış Kartelleri,
- iii. Kontenjan Kartelleri,
- iv. Maliyet Kartelleri.

Fiyat Kartelleri; kartel anlaşmasının konusunu, “üyelerin mamullerini belirli bir fiyatın altında satmama vaadi” meydana getirir. Satış fiyatı işletmelerde kârlılığı etkileyen en önemli faktördür. Özellikle piyasada küçük işletmeler bir birlik içinde, özel bir fiyat politikası izledikleri takdirde, büyük ölçüde yarar sağlayacaklardır. Kartele giren bir firmanın asıl amacı kârı artırmak veya zararı azaltmaktır. Bu bakımdan kartelin oluşabilmesi için, kartel fiyatının üyelerin herbirinin kârını ayrı ayrı artırması gerekir. Ancak fiyat artışı belirli bir sınırı geçtikten sonra, talep daralacak ve dolayısıyla satış gelirleri de azalacaktır. Bu olgu, fiyat artışlarının etkisini azaltmakta ve karteğe dahil

¹⁹ BİRDAL İlker, a.g.e., s.38.

işletmelerin kârlılığın düşmesine neden olmaktadır. Şu halde kartel fiyatlarının bir üst sınırı olmalıdır. Ancak bu şekilde kartel fiyatlarından beklenen fayda elde edilebilir.

Satış Kartelleri; üyeler kendi aralarında bir satış teşkilatı kurmak suretiyle, tüm satışlarını bu kuruluş aracılığı ile yapmaktadırlar. Böylece üyelerin kartel anlaşmasına zorunlu olarak uymaları sağlanmaktadır. Ancak satış kartellerinin meydana gelebilmesi, karteğe dahil işletmelerin mamullerini belirli ölçülere göre standardize edebilmeleri şartına bağlıdır.

Kontenjan Kartelleri; üyelerinin satışlarını veya üretimlerini miktar bakımından sınırlayan kuruluşlardır. Bu karteller mamul arzını sınırladığından, arz-talep dengesini bozmakta ve dolayısıyla fiyatların yükselmesine neden olmaktadır. Bu bakımdan kontenjan kartelinin gerçekleşebilmesi, arzdaki sınırlamanın üyelerin kârlılığını artırması koşuluna bağlıdır.

Maliyet Kartelleri; işletmelerin fiyatları veya satış ve üretim miktarlarını sınırlandırma yerine bazı maliyet giderleri sınırlandırılmakta, böylece üyelere önemli ölçüde hareket serbestisi tanınmaktadır. Maliyet kartellerini de kendi içinde kısmi maliyet kartelleri ve genel maliyet kartelleri olmak üzere iki gruba ayırmamız mümkündür.²⁰

Çıkar grupları; çeşitli şirketlerin pay senetlerinin belli bir grubun elinde toplanmasıdır. Bir grup çok defa çeşitli şirketlerin pay senetlerini ele geçirdikten sonra şirketlerin yönetim kurulu üyelerini yeknesaklaştırmaya yönelir. Bu suretle bütün şirketlerin yönetimi aynı elde toplanmış olur. Bu yol tröstleşme hareketi açısından öneme sahip olduğundan A.B.D.'de Clayton Yasası (1914), Ulaşım Yasası (1939) ve Kamu Hizmetleri Holding Şirketler Yasası (1935) bu konuda önleyici hükümler getirmiştir.

Alım-satım anlaşmaları ise dikey büyüme açısından, gene şirketlerin bağımsızlıkları korunarak rekabetin önlenmesi olanağını vermektedir.

²⁰ BİRDAL İlker, a.g.e., ss. 39-40.

Bu tür anlaşma örnekleri, yani şirketlerin aynı yönde hareket etmek için aralarında şu ya da bu şekilde anlaşmaları büyük birimler ve grupların oluşumu için yeterli olamamıştır. Bu nedenle hemen ilk ağızda şirketlerin yasal kişilikleri korunsa da yönetimi ele geçiren grup, daha sonra da tam bir birleşmeye giderek şirketleri tam kontrol altına almaya gitmektedir.²¹

1.2.2.2. Bağımsız Birimlerin Bağımsızlıkları Korunarak Koordine Birimler Haline Getirilmesi.

Bu birimleri gruplamak istersek;

- i. Tröstler,
- ii. Holding Şirketler.

Tröstler; işletmelerin iktisadi bağımsızlıklarını kaybetmeleri suretiyle meydana getirdikleri birliğe tröst adı verilmektedir. Genelde farklı uğraş konusuna sahip, az sayıda işletmenin meydana getirdiği bir birliktir. Tröstlerde tek yönetim altında bir gruplaşma söz konusudur. Hatta tröst yani yöneten işletme, yönetilen diğer bütün işletmelerin sermayelerinin ya tamamına veya genel kurullarında çoğunlukla elde tutabilecek kadar kısmına sahiptir.

Bu işletme, yeni ve ileri teknolojiler uygulamak, işletmelerde hemen her açıdan rasyonalizasyona gitmek, dışsallıklar sağlamak suretiyle maliyetleri minimize edebilme olanağını yaratabilir, mamullerin kalitesini yükseltebilir. İşletmelerin tröstler halinde birleşmesi büyük işletmelere özgü olan bürokratik engelleri artırabilir. Büyük işletmenin gerektirdiği geniş organizasyon giderleri artar.²²

Holding Şirketler; herkes tarafından kabul edilmiş bir tanımı mevcut olmamakla beraber, söz konusu şirketi, kendisi ticari veya sınai bir faaliyette bulunmayan, kontrol etmek amacıyla başka firmaların pay senetlerine sahip olan, “hukuken bağımsız şirket” şeklindeki tanımı, holding kuruluşun niteliğini en iyi biçimde ortaya koymaktadır.

²¹ GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s. 572.

²² BİRDAL İlker, a.g.e., ss. 41-42.

“Başka firmaların pay senetlerini elinde bulunduran her şirket holdingtir” şeklindeki bir tanım, holdingi yatırım ortaklığından ve yatırım holding şirketinden ayırmamaktadır. Yatırım ortaklıkları, işletmecilik yapmayan, çok sayıda tasarruf sahibinden topladığı fonları, iyi bir yönetim altında menkul değerlere yatıran, katıldıkları şirketlerde azınlıkta kalmaya özen gösteren şirketlerin yönetimini kontrol altına almak gibi amaç gütmeyen mali kurumlardır. Holding şirketlerle yatırım ortaklıklarını ayıran çizgi, sermaye iştiraki yapılırken güdülen amacın farklı oluşudur. Bu amaç farklılığı nedeniyle yatırım ortaklıkları daha geniş bir pay senedi portföyüne sahip oldukları halde, holding şirketlerin portföyü daha dar ve kontrole olanak verecek ölçüde belirli şirketler üzerinde daha yoğunudur. Holding mekanizması, nispeten küçük yatırımla, çok sayıda firmayı ve büyük tutarda sermayeyi kontrol etmek olanağını vermektedir. Diğer bir firmanın sermayesinin yarıdan fazlasına sahip olma, o firma üzerinde mutlak bir kontrol hakkı sağlamaktadır.²³

1.2.2.3. Bağımsız Birimlerin Birleşmesi

Bağımsız birimlerin birleşmesi iki durumda gerçekleşir;²⁴

- i. Konsolidasyon,
- ii. Birleşme.

Konsolidasyon; birleşmenin özel bir hali de konsolidasyondur. Konsolidasyon halinde birleşen şirketlerin her ikisi de yasal kişiliklerini kaybederler ve yeni kurulan şirket içinde erirler.

Yeni kurulan şirket statüsünün birleşen taraflara yeniden işe uygun bir sözleşme hazırlama olanağı verdiği söylenir. Ancak konsolidasyonun Türkiye uygulaması açısından, sözleşme değişikliği büyük bir sorun oluşturmayacağı için bu anlamda konsolidasyon gereksiz bir biçim olmaktadır. Bu birleşme halinde de birleşmede olduğu gibi tasfiye kârlarının vergilendirilmesi sorunu ile karşılaşılacaktır.

²³ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., ss. 900-901.

²⁴ GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s.572.

Birleşme; büyük ve çeşitli alanlara yayılmış bir işletme kendi içinden finanslanarak (internal growth) sağlanabildiği gibi, dışardan, yani kurulu şirketlerin satın alınması (acquisitions) ya da birleşmesi (mergers) ile de sağlanabilir.²⁵ Çalışmamızın konusu “Birleşme” olması nedeniyle ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.3.BİRLEŞME KAVRAMI

Bir şirketin diğer şirketi satın alması ve satın alınan şirketin hükmi şahsiyetinin ve hukuki varlığının ortadan kaldırılarak bütün aktif ve pasifleriyle satın alanın eline geçmesine satın alma (Merger) tabir edilir.²⁶

Literatürde kullanılan birleşme terimi, gerçekte satın alma ve kombinasyonlarını ifade etmektedir.²⁷

Esas anlamıyla birleşme iki veya daha fazla firmanın bir araya gelmeleri ve tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir firma oluşturmaları anlamına gelmektedir.²⁸

Bir şirketin diğer bir şirketi satın alması temelde bir yatırımdır. Bu yüzden, sermaye yatırımlarının temel ilkesi doğal olarak burada da geçerlidir. Satın alma işlemi, ancak hisse senedi sahiplerinin varlığına net bir katkıda bulunuyorsa yapılmalıdır. Fakat yatırım yapılan bir makine değil bir şirket olduğundan maliyet fayda hesaplarını yapmak oldukça karmaşıktır ve o yüzden dikkatli olmayı gerektirir. Özellikle dikkat edilmesi gereken ve hesaplamayı etkileyen etmenler vergi durumu, yasal çerçeve ve muhasebe tekniğidir. Göz önüne alınması gereken bir diğer nokta da, birleşmenin niye olduğu ve bundan kimin kazandığı, kimin kaybettiğidir. Şirket birleşmeleri esas olarak;

- i. Devralma (takeover),
- ii. Entegrasyon (merger).

olarak iki biçimde yapılmaktadır.²⁹

²⁵ GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s.574.

²⁶ HATİPOĞLU Zeyyat, *Ayrıntılı İşletme Finansmanı*, Cilt 1, İstanbul: İ.Ü. İşl.Fak.Yayımları, 1975, s. 312.

²⁷ COHEN J.B., ROBBINS S.M., YOUNG A.E., *The Financial Manager*, USA: Publishing Horizons, 1986, s. 530.

²⁸ BERK Niyazi, *Finansal Yönetim*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1990, s. 343.

²⁹ VARLIK Levent, “*Şirket Evlilikleri*”, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 40-41, Temmuz-Ağustos 1989, s. 23.

En geniş anlamıyla şirket devralma bir şirketin, duyduğu ihtiyaç üzerine kendisinden küçük olan başka bir şirketle, bu kuruluşun aktiflerini satın alarak doğrudan (acquisition), veya yönetimi devralarak dolaylı bir şekilde birleşmesidir. Devralınmakta olan şirketin hisse senetlerinin bir kişi yada bir ailenin kontrolünde bulunması halinde, devralım işlemi genellikle tüm hissedarlarla yapılacak bir anlaşma ile gerçekleştirilmektedir. Buna karşılık hisselerin halka açık olması halinde devralım işlemi, devralan ve devralınan şirketler arasında bu konuda bir sözleşme imzalanması, şirket hisse senetlerinin borsadan satın alınması veya söz konusu şirketin müzayede yoluyla satın alınması gibi şekillerde yapılabilmektedir.

Bir başka şirketler arası birleşme şekli olan entegrasyon (merger) da, bir şirketin genellikle aynı büyüklükteki başka bir veya birkaç şirketle aktiflerinin birleştirilmesi ya da hissedarlık sıfatını kazanarak, o şirket veya şirketleri kontrolü altına almasıdır. Entegrasyon (Merger) genellikle firmalar arasındaki gönüllü tarafların istek ve iradesiyle birleşme prosesidir.

Devralım ve entegrasyon arasındaki en belirgin fark, devralım işleminde devralınan şirketin aktiflerinin kontrolünün, doğrudan veya dolaylı olarak devralan şirkete geçmesi; entegrasyonda ise meydana getirilen yeni büyük girişimin hisse senetleri sahipliğinin her iki şirket hissedarlarına da açık tutulmasıdır.

1.3.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ÇEŞİTLERİ

Şirket Birleşmelerinin ekonomik şekillerini 3 ana başlıkta inceleyebiliriz. Birleşme hareketlerinin ilk yıllarından bu yana öncelikle aynı sektörde yapılan birleşme hareketleri; yatay birleşmeler dikkati çekmektedir. Dünya üzerindeki birleşmelerin yaklaşık %83'ü bu türdür. Diğer birleşme türleri ise dikey ve karma tiptir. Bu tip birleşmeler, birbirine girdi sağlayan firmalar için kalite, miktar ve fiyat açısından avantajlar sağlamaktadır.

1.3.1.1. Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers)

Yatay Birleşmeler, bir firmanın faaliyette bulunduğu işkolundaki piyasa payını arttıracak yönde büyümesidir. Firma, yarattığı fonları aynı iş kolunda yatırımlara ayırarak aynı veya benzer malı üreten firmalarla birleşerek yatay büyümeyi sağlayabilir. Yatay büyümede, firmanın rekabet gücünü artırarak tekelci bir güç halini alması eğilimi vardır.³⁰ 1987 yılındaki Chrysler firmasının American Motors'u satın almasıyla meydana gelen birleşme, yatay kombinasyona örnektir.³¹ Son zamanlarda ABD'nde büyük firmalar, devletin yasal yaptırımlarından zarar görmemek için yatay kombinasyonlarda tereddüt etmektedirler.³² En çok gıda, tekstil, lastik, elektronik ve bankacılık sektörlerinde görülmektedir.³³

1.3.1.2. Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers)

Aynı endüstri kolunda ancak farklı alanlarda faaliyet gösteren firmaların birleşmeleri ile oluşmaktadır. Diğer bir deyişle, herhangi bir malın veya hizmetin hammadde üretiminden ürünün pazarlanmasına kadar olan süreçte, farklı aşamalarda faaliyette bulunan firmaların birleşmeleridir.³⁴ Örneğin petrol sanayinde bu aşamalar; araştırma ve üretim, rafine etmek ve nihai tüketiciye pazarlanması şeklindedir. Eczacılık ve ilaç sanayinde ise bu ayırım yeni ilaç için araştırma ve geliştirme, ilaçların üretimi ve perakende olarak eczaneler yoluyla ecza ürünlerinin pazarlanması aşamalarıdır. Dikey birleşmede işletme, ya geriye doğru kendine girdi sunan firmalarla ya da ileriye doğru çıktısını satın alan firmalarla birleşmektedir.³⁵

³⁰ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.862.

³¹ WESTON J. Fred, CHUNG Kwang S., HOAG Susan E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, US: Prentice Hall, 1990, s. 82.

³² COHEN J.B., ROBBINS S.M., YOUNG A.E., *The Financial Manager*, US: Publishing Horizons, 1986, s. 531.

³³ ÖREN Resmigül, "Çok uluslu Şirketlerin Finansal Yönden Değerlendirilmesi", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, M.Ü Bankacılık ve Sigortacılık Enst., 1993, s.74.

³⁴ JOHNSON Robert, MELICHER Ronald, *Financial Management*, Boston: Allyn and Bucon Inc, s.632.

³⁵ HATİPOĞLU Zeyyat, a.g.e., s. 170.

Geriye doğru kendine girdi veren birleşmede sağlanan faydaları iki kategoride incelenebilir. Birincisi, girdilerin istenen zamanda istenen kalitede, istenen miktarlarda elde edilmesinin kontrol edilebilirliğidir. İkincisi, işletmenin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdilerin, kendi bünyesinde daha ucuza üretiminin sağlanabilirliğidir. Böylece hem işletmeler açısından hem de tüketiciler açısından iktisad sağlanmış olur.³⁶

1.3.1.3. Çapraz veya Karma Birleşmeler (Conglomerate Mergers)

Bir firmanın kendi esas faaliyeti dışındaki sektörlerle yatırım yapması veya diğer iş kollarında faaliyette bulunan firmaları satın alması veya onlarla birleşmesidir.³⁷ Çapraz birleşmelerde teknoloji, üretim süreçleri ve pazarlar bakımından birbiriyle sıkı bir ilişkisi bulunmayan iki veya daha çok işletmenin bileşiminden oluşur.³⁸ Ekonomik çeşitlendirme olarak da isimlendirilen çapraz birleşmeler, değişik alanlara en kısa zamanda girmenin bir yoludur. Fakat aynı zamanda, farklı sektörlerde faaliyette bulunma nedeniyle artan risk ve farklı idari yapıları bütünleştirmenin yaratacağı sorunlar, başarı ihtimalini azaltmaktadır.³⁹

Çapraz birleşmeler, 3 ayrı grupta toplanmıştır. Bunlardan ilki “ürün genişletmedir” (product extension). Bu tür birleşmelerde firmaların ürün hattı genişler. Firmaların üretim veya dağıtım sistemleri fonksiyonel olarak benzer olmakta, ürünler arasında ise doğrudan bir rekabet bulunmamaktadır. Bu tür birleşmelere ortak merkezli (concentric) birleşmeler de denilmektedir.⁴⁰ Örnek olarak çamaşır beyazlatıcısı mamülleri üretenler ile sabun üreticilerinin birleşmesi olarak verilebilir.

³⁶ WYATT Arthur R., KIESO Donald E., *Business Combinations Planing and Action*, Pennsylvnya: Textbook Company Seranton, 1969, s. 23.

³⁷ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s. 863.

³⁸ EREN Erol, a.g.e., ss. 215-216.

³⁹ JOHNSON Robert, MELICHER Ronald, a.g.e., s.631.

⁴⁰ COPELAND T.E., WESTON J.F., *Financial Theory and Corporate Policy*, New York: Addison - Wesley, 1988, s. 85.

İkincisi “pazar genişletme”dir (market extension). Bu türde birleşen firmalar aynı ürünü üretirler, fakat farklı coğrafi piyasalarda faaliyet gösterirler ya da ürünlerini farklı piyasaya sunarlar.

Üçüncüsü ise “saf çapraz birleşmeler” (Pure conglomerate) adı verilen ve birbirleriyle ilgisiz alanlarda faaliyet gösteren firmaların birleşmeleriyle oluşan birleşmelerdir. Bu türde oluşan firmaların iki önemli özelliği bulunmaktadır.⁴¹Bu firmalar üretim, pazarlama, mühendislik, araştırma gibi spesifik fonksiyonlarda farklı yetenekler gerektiren çeşitli endüstrilerde geniş bir yelpazeye sahiptir. İkinci olarak çeşitlendirme temel olarak dahili gelişme ile değil harici satın alma ve birleşmelerle başarılıdır. Bu türün en önemli avantajı çeşitlendirme yoluyla şirketin ve hissedarların risklerini dağıtmaktır. En büyük çok uluslu şirketlerden Unilever gıda, deterjan, kimya, kağıt, plastik, hayvan yiyeceği, ambalaj ve tropik ürünler gibi alanlarda 75 ülkede faaliyet göstererek zarara karşı korunmaktadır.⁴²

1.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

Birleşmeler firmalar açısından bir büyüme aracı olduğundan, firmaları büyümeye iten etmenler, birleşme için de geçerlidir.

Firmalar arası birleşmenin temel amacı; bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren firmaların birleşmeleri halinde, varlığını devam ettirecek veya yeni kurulacak firmanın, birleşmeye katılan firmaların bireysel piyasada değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olmasıdır. Bu durum, sinerji etkisinden kaynaklanmaktadır. Sinerji ise basit olarak özetlenirse $1+1=3$ etkisidir. Başka bir şekilde ifade etmek istersek bütün, ayrı ayrı parçaların toplamından daha fazladır.⁴³

⁴¹ ÖREN Resmigül , a.g.e., s. 73.

⁴² ÖREN Resmigül , a.g.e., s. 73.

⁴³ ROURKE J. Tracy , “*Mergers & Acquisition*”,The Ernst &Young Management Guide,US: Allen-Bradley Co.,1989, s.20.

Birleşmeyi ortaya çıkaran etkenleri önem derecelerine göre aşağıdaki gibi sıralayabiliriz;

- i. Yönetimin Etkinleştirilmesi,
- ii. Operasyon Sinerjisi,
- iii. Finansal Sinerji,
- iv. Stratejik Planlama,
- v. Hedef Firmanın Piyasa Değerinin Düşük Değerlenmiş Olması,
- vi. Vergi Avantajı,
- vii. Pazar Gücü,
- viii. Kar Elde Etme İsteği,
- ix. Varlık Satın Alınması,
- x. Psikolojik ve Kişisel Sorunlar.⁴⁴

1.4.1. Yönetimin Etkinleştirilmesi

Yetenekli bir yönetimden yoksun bulunan ve yetenekli yöneticiler bulma ve istihdam etme olanakları sınırlı firmalar, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm arayabilirler.⁴⁵

Eğer bir firmanın yönetimi başka bir firmanın yönetiminden daha etkiliyse, bu iki firmanın birleşmesi her iki firmanın yönetim etkinliğini üst seviyeye çıkarır. Bu sonuç etkinleştirmenin özel bir kazanç olduğu kadar sosyal bir kazanç olduğu anlamına da gelir. Birleşme sonrası bu sayede ekonominin etkinlik derecesi de yükselecektir.⁴⁶

⁴⁴ WESTON J.Fred, COPELAND Thomas E., *Managerial Finance*, US: The Dryden Press ,1993, s.1085.

⁴⁵ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.866.

⁴⁶ WESTON J.Fred, COPELAND Thomas E., a.g.e., s.1085.

1.4.2. Operasyon Sinerjisi

Operasyon Sinerjisi aynı zamanda “Ölçek ekonomilerinden yararlanma faaliyeti” olarak da adlandırılır. Faaliyetlerden yaratılan sinerji yatay, dikey veya çapraz birleşmelerde görülebilir. Yatay birleşmelerle, aynı endüstri dalındaki firmaların ekonomi kapasitesinde büyük kazançlar sağlanır. Dikey birleşmelerde firma hammadde kaynaklarını veya dağıtım kanallarını yada her ikisini birden kontrolü altında bulundurabileceğinden bu tür birleşmeler de önemli ekonomiler sağlar. Aynı zamanda dikey birleşmelerde daha etkili yönetim etkinliği sağlanabilir. Çapraz birleşmelerde ise, farklı endüstri kollarında faaliyet gösteren firmaların birleşme sonrası ölçek ekonomilerinden yararlanma olanakları daha sınırlıdır.⁴⁷

Birleşme mevcut makine ve gereçlerin daha verimli bir şekilde kullanılmasını sağlar. Firmalar arası teknik bilgi akışını kolaylaştırır. Araştırma ve geliştirme projelerinin uygulanmasına olanak verir. Pazarlama fonksiyonunun da daha etkili biçimde yürütülmesi sağlanır. Bazı girdileri daha ucuza temin etmek ve aynı fonksiyonları yapan servislerin birleştirilmesi sonucu personel tasarrufu yapılması olanağını beraberinde getirir.

1.4.3. Finansal Sinerji

Çapraz birleşmelerdeki artışa paralel olarak ortaya çıkmaya başlayan finansal sinerji hedeflerinin başlıcaları şunlardır:

- i. Finansal Kaldıraç Derecesini Yükseltmek,
- ii. Birleşme Sonrası Borç Maliyetlerini Düşürebilmek.

i. Finansal Kaldıraç Derecesini Yükseltmek:

Faiz ve vergiden önceki kârlardaki (F.V.Ö.K.) belli bir yüzde değişiminin adi pay senedi sahiplerine ait kârlarda yaptığı yüzde değişme olarak tanımlanan finansal kaldıraç derecesini yükseltmek için, birleşme ile nakit akımlarını daha dengeli hale

⁴⁷ WESTON J.Fred, COPELAND Thomas E., a.g.e., s.1085.

getirerek, firmanın borçlanmayla yaratacağı vergi tasarrufunu azaltıcı etkisi olan ve finansal krizin doğuracağı iflas maliyetinin bugünkü değerini aşağı çekerek borç kapasitesini arttırmak suretiyle optimal borç / özsermaye oranının yükselmesini sağlamaktır.⁴⁸

ii. Birleşme Sonrası Borç Maliyetlerini Düşürebilmek:

Bunu sağlayan faktörler ise birleşme masraflarından (floatation cost) tasarruf ederek, daha düşük faiz oranından borçlanabilmek olanağıdır.⁴⁹ (debt coinsurance effect)

Birleşme sonucu firmanın sermaye maliyetinin düşürülmesi; hisse senedi çıkarımında da firmanın çıkarım masraflarında ölçek ekonomileri sonucu tasarruf imkanı sağlar.

Nakit akımlarında fazlası olan ancak kârlı yatırım olanaklarından yoksun bulunan firmaların hedef olarak büyümeye yönelik uygun yatırım imkanları bulunan ancak finansman güçlüğü çeken firmaları alması sonucu finansal sinerji ortaya çıkar.

Firmalar kendi fiyat / kazanç oranlarından da düşük F/K oranlarına sahip firmaları satın alarak hisse başına kârlarını yükseltebilirler.⁵⁰

1.4.4. Stratejik Planlama

Stratejik planlamada sinerjinin etimolojik olarak anlamı “İşbirliğidir”. Fakat bu kavram stratejiyi belirleyen bir öge olarak “İşletmenin yeni bir faaliyette başarılı olma yeteneğinin ölçüsü” olarak tanımlanabilir.⁵¹ Sinerji bir ahenk ve yetenek ögesidir. Bu öge, işletmenin sahip olduğu araç ve faktörlerin hangi alanlarda başarılı olacağını ve hangi alanlarda başarı gösteremeyeceğini belirleyecek bir göstergedir.

⁴⁸ BREALEY R.A., MYERS S.C, *Principles of Corporate Finance*, USA: Mc. Graw- Hill, 1991, s.827.

⁴⁹ ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F., *Corporate Finance*, USA: Richard D.Irwin ,1990, s.785.

⁵⁰ WESTON J.Fred, COPELAND Thomas E., a.g.e., s.1086.

⁵¹ EREN Erol, a.g.e., s.20.

Sinerji işletmenin sahip olduğu personelin miktarına ve bilhassa kalitesine, birbiriyle geçinme (anlaşabilme) durumuna; organizasyon yapısının ve haberleşme düzeninin etkinliğine, işletmenin üretim ve satışla ilgili üstün teknolojik niteliklerine, yerinden yönetim ve ahenkleştirmenin dengeli şekilde yürütülmesine, yönetim kadrolarında kişisel çalışmalardan grup çalışmalarına doğru yayılan bir çalışma şevkinin mevcudiyetine bağlıdır.⁵²Bu faktörler, işletmenin sinerjisini veya diğer bir deyimle yeni girişeceği bir faaliyet alanında onun başarı yeteneğinin ölçüsünü gösterir.

1.4.5. Hedef Firmanın Piyasa Değerinin Düşük Değerlenmiş Olması

Satın alınacak firmanın cari piyasa değeri, bu firmanın varlıklarının yeniden kurulma maliyetinden daha düşük olabilmektedir.⁵³Bu durumda alıcı firma açısından üretim kapasitesinin artırılması, yeni üretim araçlarının eklenmesi iç büyümeyle orantılı cari piyasa değeri düşük olan mevcut bir firmanın satın alınmasıyla daha ucuza sağlanabilmektedir. Sermaye bütçelemesi açısından değerlendirildiğinde, satın alınan net bugünkü değeri fabrika ve ekipmanlara yapılacak sabit varlık yatırımlarının net bugünkü değerinden yüksek olacağından, alıcı firma birleşmeyi tercih edecektir.⁵⁴

1.4.6. Vergi Avantajı

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 matrahından indirilmesi olanağını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı firma satın alma veya birleşmeyi özendirir.⁵⁵

⁵² EREN Erol, a.g.e., s.20.

⁵³ WESTON J.F, BRIGHAM E.F, *Essentials of Managerial Finance*, USA: The Dreyden Press 1993, s. 832.

⁵⁴ WESTON J.Fred, COPELAND Thomas E., a.g.e., s.1087.

⁵⁵ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s. 869.

Ülkemizde, Kurumlar Vergisi Kanunu'nda 1985 yılı sonunda 3239 sayılı yasa ile yapılan bir değişiklik zararlı şirketlerin, kârlı şirket tarafından aktif ve pasifi ile devir alınmasını da vergi yönünden çekici hale getirmiştir. Anılan vergi yasası değişikliğine göre aktif ve pasifi ile devir alınan bir şirketin geçmiş yıl zararları, devir alan şirketin kurum kazancından indirilebilmekteydi. Buna göre zararlı bir firmayı aktif ve pasifi ile devir almak, vergi açısından çok cazip hale gelmişti. Ancak bu vergi istisnası hükmü 1.1.1994 tarihinde yürürlüğe giren 3946 sayılı Kanun ile kaldırılmış bulunmaktadır.⁵⁶

1.4.7. Pazar Gücü

Firmanın pazar gücünü arttırması özellikle aynı iş kolunda faaliyet gösteren firmaların birleşmesiyle, rekabetin azalması sonucu gerçekleşecektir. Bu firmaların piyasa ve fiyatlar üzerindeki kontrolleri de, iç büyümeye oranla daha hızlı artabilmektedir.

Birleşme sonrası oluşan diğer bir sinerji faktöründe “pazarlama sinerjisi” olmaktadır. Bu sinerji tipi, çeşitli ürünlerin satış ve dağıtımında müşterek yönetim araçlarından, satış depolarından ve dağıtım kanallarından yararlanma durumunda ortaya çıkmaktadır. Böylece pazarlama servisinin emrinde bulunan araçlardan ve satış elemanlarından bir çok ürün için yararlanılmaktadır. Reklam ve diğer satış artırma faaliyetleri de aynı zamanda birçok ürünler için müştereken gerçekleştirilmektedir. Bu durum, hem pazarlama servisinin verimliliğini arttırmakta ve hem de masraflar, yatırımlar yönünden işletmeye önemli tasarruflar sağlamaktadır.⁵⁷

Pazar payının artmasının gerçek anlamı, aynı sektördeki diğer firmalara göre nispi olarak firmanın büyüklüğünün artışıdır. Birleşmeler yoluyla pazar payı artırılmasına izin verilmesine, ilgili endüstride “uygunsuz yoğunlaşma” gerekçesiyle sık sık itirazlar olmaktadır. Bazı iktisatçılar yüksek yoğunlaşmanın tekelleşme derecesini gösterdiğini söylerken, bazıları ise artan yoğunlaşmanın aktif ve şiddetli bir rekabetin sonucu olduğu görüşüne sahiptirler.

⁵⁶ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.869.

⁵⁷ EREN Erol, a.g.e., ss.64-65.

1.4.8. Varlık Satın Alınması

Enflasyonist ortamlarda; varlıkların birleşmeler yoluyla elde edilmesi, bu varlıkların direkt satın alınması veya inşa edilmesine göre daha ucuz olması nedeniyle sıkça tercih edilmektedir.

1.4.9. Psikolojik ve Kişisel Unsurlar

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

Özellikle aile şirketlerinde, firmanın başındaki yöneticinin (owner-manager) emekliliğinin yaklaşması ve yerine devam edecek kimse olmaması durumu firmanın satılması için bir motivasyon sağlamaktadır.⁵⁸

Bazı yöneticilerin hızlı büyümedikleri takdirde, rakipleri tarafından ezilecekleri korkusuna kapılmaları da onları birleşmeye zorlamaktadır.

Örgüt eskidikçe bürokratik gelenekler yerleşmekte, sistemde katılık artmakta, kişisel yaratıcılığa ve girişim gücüne (insiyatife) daha az yer kalmaktadır. Bunun kaçınılmaz sonucu olarak, organizasyonun değişen koşullara uyum kabiliyeti, esnekliği azalmaktadır. Bazı yöneticiler, organizasyonu yenileyebilmek, yeni kan aşılatabilmek, demode olmaktan kurtulmak için yeni bir şirketin satın alınmasını veya birleşmeyi gerekli görmektedirler.⁵⁹

Şirket sahibi yöneticilerin ani ölümleri halinde Veraset Vergisi sorunu ortaya çıkabilmekte ve mirasçılar bu vergiyi ödemek için fon bulmakta güçlüklerle karşılaşabilmektedirler. Birleşme yoluyla, hisselerin devamı ve devri imkanı olacağından bu durum da kendiliğinden ortadan kalkmaktadır. Veraset Vergisi ile ilgili olarak verilen bu örnek birleşmenin psikolojik unsurları arasında sayılabilmektedir.

⁵⁸ COHEN J.B.,ROBBINS S.M.,YOUNG A.E , a.g.e., s. 527.

⁵⁹ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s. 870.

Kişisel unsurlar; firma sahibi yönetici değişen pazar ve teknoloji nedeniyle, yatırımlarının bir ürüne bağlı kalması durumunda risk oranının artması tehlikesiyle karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle firma sahibi daha çeşitli üretim hattına sahip daha güçlü bir firmanın parçası olmak için birleşmeye yönelebilirler. Başka bir neden olarak firma sahibinin yetenek ve kapasitesinin başarılı, fakat finansal açıdan sınırlanmış olması nedeniyle, birleşme yoluyla yeteneklerini daha kârlı alanlarda değerlendirip geliştirebileceği düşüncesine sahip olmaktadır.⁶⁰

Birleşme kararı bazı durumlarda firmanın çoğunluk hissedarları tarafından alınmaktadır. Bu karar, azınlık hissedarların firma yönetiminde kontrol etkisini azaltmak üzere alınmaktadır.⁶¹

⁶⁰ STACEY A.H. Nicholas, *Mergers In Modern Business*, London: Hutchinson and Co Ltd , 1970, s.44.

⁶¹ COHEN J.B.,ROBBINS S.M.,YOUNG A.E , a.g.e., s.528.

2.BÖLÜM

BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ

2.1. İŞLETME DEĞERİ

Bir işletme, pazar payını artırmak, finansal açıdan güçlenmek, profesyonel yönetime kavuşmak gibi çeşitli nedenlerle birleşme kararı alabilir. Birleşme nedeni ne olursa olsun bu işletme, istekleri doğrultusunda uygun bir eş arayışına girer. Birleşme için çeşitli adaylar bulunabilir. Önemli olan bu eşlerden hangisinin seçileceğidir. Birleşmenin işletmeye getireceği faydayı hesaplamak, diğer firmalar ile karşılaştırmak, avantaj ve dezavantajları değerlendirmek durumundadır.

Başarılı bir birleşme için daha önce ayrı birimler şeklinde faaliyetlerini sürdüren ve farklı yönetim anlayışına sahip işletmelerin, birleşme sonrasında tek yönetim altında faaliyetlerinin uyumlaştırılması gereklidir.

Bir yatırımın veya devam etmekte olan bir şirketin değerlemesi, birleşme ve satın almalarda diğer aşamalardan daha geniş kapsamlı düşünce ve görüş gerektirenidir.⁶² Herkesin doğru fiyattan almak ve satmak istemesi gerçeği bu önemi ortaya çıkarır. Bir işletmeyi değerlemede de sayısız yollar mevcuttur. Bu nedenle hem alıcı hem de satıcı açısından, probleme çok çeşitli açılardan yaklaşılması bakımından tüm bu metodlar önerilebilir.

Bir şirketin değerlendirilmesi şirketin geçmiş, bugünkü ve gelecekteki faaliyetlerinin incelenmesi, şirketin içinde bulunduğu ekonomik çevrenin analizi, şirketin rekabet etmekte olduğu sektörün incelenmesi, firmaya ilişkin mali bilgilerin analizi, şirket için makul bir tahmini değere ulaşmak amacıyla kabul edilebilir bir değerlendirme yönteminin kullanılması sonucu kuruluşun değerlendirme tarihindeki değeri hakkında bir “kanaat belirtme” olarak tanımlanabilir.⁶³

⁶²EARL Peter, FISHER Frederick G., *International Mergers & Acquisitions*, US: Published by Euromoney Publications,1988, s.96.

⁶³YILDIRIM Ersan, *“Firma Değerlendirme Stratejileri ve Teknikleri”*,İstanbul:T.S.K.B Yayınları, 1994, s.2.

İşletmenin maddi yapısını oluşturan çeşitli varlıkların değerlendirilmesi, maddi olmayan varlıkların değerlendirmesine nazaran daha kolaydır. Bir işletmenin kurulması için organizasyon giderleri sabit varlıkları elde etmek için yapılan giderleri ve işletme çalışmaya başlayıp kârlı hale gelinceye kadar katlanılması gereken giderleri vardır. Bu giderlerin toplamı, kurulmakta olan yeni firmanın değerini ortaya çıkarır. Halbuki birleşmelerde ve benzeri durumlarda işleyen bir firma söz konusudur. Bu durumda yalnızca kuruluş ve sonraki dönemlerde edinilen maddi varlıkların toplamı ile değil, aynı zamanda çalışan iş gücü, kullanılan araçlarıyla uygulanmakta olan planlarıyla, ürettikleri mal ve hizmetlerin sunulduğu müşterileriyle üretim ve sırlarıyla, markalarıyla ve tecrübeleriyle ele alınması gerekmektedir.⁶⁴

Bir işletmenin değerlendirilmesinde iki kavramsal ayırım kabul edilmektedir.

Bunlar;

- i. Varlık Değerlemesi,
- ii. Kazanç Değerlemesi.

olmaktadır. Koşullara uygun olan yöntemi veya yöntemleri seçerek görüşmeler öncesi şirketin muhtemel değeri tespit edilmektedir. Her bir yaklaşımın taşıdığı bazı sınırlamalara rağmen, bazı düzenlemelerle şirketlerin kabul edilebilir değeri tespit edilmektedir.⁶⁵

Birleşmenin maddi yararları sağlama olasılığı yüksek olsa dahi, tarafların birleşme şartlarının saptanmasında anlaşmazlığa düşmeleri, birleşmenin gerçekleşmesine engel olabilir. Koşullar arasında hiç kuşkusuz, varlığını devam ettirecek firmanın, aktif ve pasifi ile satın alacağı firmanın sahip veya sahiplerine ödeyeceği bedel (karşılık) en önemli yeri tutar.

⁶⁴ JOHNSON Robert , MELICHER Ronald , a.g.e., s.405.

⁶⁵ ÜNLÜ Murat, "Şirket Birleşmeleri ve Finansal Analizi", Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İ.Ü., Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans Anabilim Dalı, 1996, s.29.

2.2.ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN UYGUNLUĞUNUN BELİRLENMESİ

Birleşme yoluyla büyümeye karar veren işletmelerin bu amaçlarına ulaşmak ve bekledikleri faydaları optimum seviyeye getirebilmek amacıyla birleşme öncesi bazı araştırmaların yapılması gereklidir. Bunlar;⁶⁶

i. Firmanın rasyonel bir birleşme politikası olması;

Niçin birleşme? Bu sorunun ekonomik, finansal, yönetsel nedenlere dayanan akılcı bir yanıtı olmalıdır. Kişisel psikolojik motivasyonlara veya salt fiyat açısından çekici görüldüğü için veya eldeki fon fazlasını değerlendirmek için gelişigüzel bir karar alınmamalıdır.

ii. Firmaların birbirleri ile uyum sağlaması;

Firmaların, finansal, yönetsel, teknik, yeni ürün geliştirme, atıl kapasitenin varlığı, pazarlama gibi sorunları olabilir. Birleşme bu sorunlara çözüm getirmeli, eksikliklerini tamamlayabilmelidir.

iii. Satın alınacak firmanın yönetiminin iyi değerlendirilmesi;

Başarı formülünde en önemli yeri yönetim oluşturduğundan, satın alınan firmanın üst düzey yöneticilerinin değerlendirilmesi önem taşır. Yöneticilerin geçmiş başarıları, bu konuda bir göstergedir. Yöneticilerde, enerji, motivasyon yüksekliği, değişen koşullara uyum kapasitesi, deneyim, karar alma yeteneği, ekip çalışması yapabilme aranan başlıca niteliklerdir.

iv. Satın alınacak firmanın geçmiş performansının analiz edilmesi;

Firmanın brüt ve net kâr marjları, satış giderlerinin satışlara oranı, işçilik giderlerinin satışlara oranı, likidite oranları, öz sermaye kârlılığı, pay senetlerinin fiyat/gelir oranı ve bu oranların geçmişte göstermiş olduğu gelişme eğilimi, analizde dikkate alınacak temel noktalardır. Ayrıca firmanın anılan oranlarının ilgili sektördeki tipik oranlarla karşılaştırılması, firmanın performansını ölçmek açısından yararlıdır.

⁶⁶ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., ss.893-894.

v. Satın alınacak firmanın varlıklarının incelenmesi;

Firmanın varlıkları incelenirken şu noktalar üzerinde durulabilir:

- a. Maddi duran varlıkların çalışır durumda olup olmadığı, (Maddi duran varlıkların bir bölümünün çalışır durumda olmaması, alan firmanın önemli boyutlarda yenileme yatırımı yapmasına bakım-onarım giderlerinin artmasına yol açar.)
- b. Maddi duran varlıkların teknik yönden demode olup olmadığı,
- c. Firmanın son yıllarda yaptığı araştırma ve geliştirme giderleri,
- d. Firmanın son yıllarda geliştirdiği yeni ürünler,
- e. Firmanın sahip olduğu sınai haklar ve bu hakların firma gelirine katkısı,
- f. Firmanın stoklarının gerçekçi bir şekilde değerlendirilmesi, sürüm kabiliyetini yitirmiş kalemlerin saptanması,
- g. Firmanın alacaklarının tahsil kabiliyeti,
- h. Firmanın başlamış olduğu yeni yatırımlar, varsa yatırım projelerinde gecikmeler.

vi. Satın alınacak firmanın personel ve örgütsel sorunlarının incelenmesi;

- a. Satın alınacak firmanın personelinin işlerine ve firmaya bağlılığı,
- b. Yöneticiler arasında görüş ayrılıkları, uyuşmazlıkların varlığı,
- c. Satın alınacak firmanın ücret politikası, sağladığı sosyal haklar, ücret politikasının devralacak firmanın ücret politikası ile bağdaşıp bağdaşmayacağı,
- d. Satın alınacak firmanın personel giderleri, bu giderlerin gelecekte göstereceği olası gelişme,
- e. Satın alınacak firmanın organizasyon yapısının, devralacak firmanın organizasyonu ile uyumlu olup olmadığı.

vii. Firma satın almanın getireceği mali yüklerin sağlıklı tahmin edilmesi;

Birleşme kararları sonrasında firma değerinin sağlıklı tahmin edilmesi o firmayı mali yükten kurtarır. Çünkü firmanın bilinmeyen, gözden kaçan mali sorunları bulunabilir. Bu sebeple çalışmalar yapılırken bu tip sorunlarla karşılaşılacağı düşünülmelidir.

viii. Sorunların hemen başlangıçta görülmesi ve önlemlerin vakit geçirilmeden alınması;

Birleşme kararları, doğuracağı yaşamsal sonuçlar nedeniyle, gerekli incelemeler yapılmadan yalnız sezgilerle, kişisel tutkularla alınabilecek kararlardan değildir. Birleşme yapılırken, yalnız fiziki varlıkların değil, bununla birlikte personel edinildiğinin de dikkatlerden kaçmaması gerekir. Bazen pazarlama, finans ve teknik yönden ideal sayılabilecek birleşmeler, personel sorunları dikkate alınmadığından, temel konularda birleşen firmaların yöneticileri arasında uyum sağlanamadığından başarısızlıkla sonuçlanmaktadır.

2.3. BİRLEŞME ŞARTLARININ FİNANSAL AÇIDAN İNCELENMESİ

Bir firmayı satın almanın, satın alan firmanın hisse senetlerinin değeri ve gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkisi olacaktır. Kuşkusuz, diğer bir firmanın satın alınması hisse senedi fiyatları ve hisse başına gelir üzerinde potansiyel etkileri de beraberinde getirir. Ancak firma satın almanın hisse senetlerinin piyasa fiyatına olabilecek etkilerini kesinlikle tahmin etmek güçtür. Çünkü bir hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyen çeşitli etmenler söz konusudur. Satın almanın, faaliyetini sürdüren firmanın gelirleri üzerine olabilecek etkisi daha az yanılma ile hesaplanabilir. Bu nedenle bir firmanın satın alınması olanağı değerlendirilirken, satın almanın faaliyetini sürdüreceği firmanın hisse başına geliri üzerine olabilecek etkisi, daha büyük bir önemle dikkate alınmaktadır.

Firma satın alınmasının, alan firmanın ortaklarının hisse başına elde edecekleri geliri, alış koşullarına göre başlangıçta arttırabileceği gibi azaltabilir yada etkilemeyebilir.

Bir firma satın alırken, bu işlemin hisse senedi başına gelir üzerindeki yalnız başlangıçtaki etkisini dikkate almak yeterli değildir. Satın alma şartları belirlenirken çeşitli nicel (kantitatif) ve nitel (kalitatif) etmenler gözönünde bulundurulur. Eğer yalnız hisse başına gelir üzerindeki başlangıçtaki etki dikkate alınırsa, hiçbir firma satın almanın ilk yıl veya yıllarında hisse başına geliri düşürecek (sulandıracak) bir devir alma işlemine girişmez. Ancak bu tür bir analiz yetersiz olup, firma satın almada etkili olabilecek çeşitli nicel ve nitel etmenleri ihmal eder.⁶⁷

2.3.1. Birleşme Şartlarını Etkileyen Nicel (Kantitatif) Etmenler

Bir firmanın satın alınması şartlarını etkileyen başlıca nicel (kantitatif) etmenler;

- i. Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen gelirler ve firmaların büyüme hızları,
 - ii. Dağıtılan kâr payı,
 - iii. Hisse senetlerinin piyasa fiyatı,
 - iv. Firmanın defter değeri,
 - v. Firmanın tasfiye (likidasyon) değeri,
 - vi. Firmanın net işletme (çalışma) sermayesi,
 - vii. Firmanın varlıklarını teminat olarak gösterebilme olanağı
- şeklinde özetlenebilir.

⁶⁷ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., ss.893-894.

2.3.1.1. Gelecek Dönem Gelirleri ve Firmaların Büyüme Hızları

Gelecek dönemlerde firmaların hisse senetlerinin Fiyat/ Kazanç oranları, satın alma değerini belirleyen en önemli etmenlerdir. Fiyat / Kazanç oranı bir firmanın değeri, firmanın cari kazançlarının belirli bir katıdır demektir.⁶⁸

Hisse senetlerinde yüksek bir Fiyat/Kazanç oranı, genellikle hızlı bir büyüme ile birlikte görülür. Bir şirketin hisse senetlerinin Fiyat/Kazanç oranının diğer bir şirketten daha yüksek oluşu, diğer koşullar aynı kalmak üzere, o şirketin büyüme hızının daha fazla olmasının bir göstergesidir.

Satın alınan firmanın büyüme hızı, alıcı firmadan daha yüksek ise başlangıçta satın alma nedeniyle alan firmanın hisse senedi başına geliri düşse dahi, büyüme hızının artması ortakların nihai olarak hisse başına daha fazla gelir elde etmelerine olanak verir. Bu geliri elde edecekleri süre ise şu formül yardımıyla hesaplanabilir.⁶⁹

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

Formülde,

E_1 : satın almadan önceki hisse başına geliri,

g_1 : satın almadan önceki büyüme hızını,

E_2 : satın almadan sonraki hisse başına geliri,

g_2 : satın almadan sonraki büyüme hızını,

n : süreyi (yıl olarak)

göstermektedir.

Söz konusu süre kısaltıkça satın almanın cazibesi artacak; buna karşılık büyüme hızındaki artış, ancak uzun sürede başlangıçtaki hisse başına gelirdeki düşüşü giderebiliyorsa, firma satın almanın çekiciliği, alıcı yönünden azalacaktır.

⁶⁸ EARL Peter, FISHER Frederick G., a.g.e., s.100.

⁶⁹ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.874.

Satınalma şartları belirlenirken, satın alınanın yalnız hisse başına gelir üzerindeki ani etkisinin dikkate alınmasının diğer bir sakıncası da, büyümenin gelecek dönemlerde sağlayabileceği gelir artışının gözden kaçırılmasıdır.

Bir firmanın satın alınmasında kritik değişkenler:

- i. Firmaların büyüme hızları,
- ii. Büyümenin sonucu olarak gelecek dönemler için beklenen gelir artışı,
- iii. Firmaların görece olarak büyüklükleri,
- iv. Hisse senetlerinin fiyat/gelir oranları,
- v. Hisse senetleri arasında değişme oranı olmaktadır.

Bu sayılan etmenler, varlığını devam ettiren firmanın gelecek dönemlerdeki hisse başına elde edeceği geliri belirlemektedir.

2.3.1.2. Dağıtılan Kâr Payı

Pay senedi başına dağıtılan kâr paylarının birleşmeden sonra artabileceğinin belirtilmesi tarafları birleşmeye itebilecek ve satın alma durumunda satın alınacak kuruluşun ortaklarının birleşme kararı almaları kolaylaşmış olacaktır. Pay senetlerinin kârlılıklarının artması pay senetlerinin değerinin de yükselmesine yol açacaktır. Bu durum büyüme hızı yavaşlamış iş kollarında çalışan kuruluşlar için önemli olabilmektedir.⁷⁰

Dağıtılan ve birleşmeden sonra dağıtılacağı beklenen kâr paylarının birleşme koşullarını aslında etkilememesi gerektiği öne sürülmektedir.⁷¹

⁷⁰ GÜVEMLİ Oktay, *İşletmelerde Finans Yönetimi*, İstanbul :Marmara Üniversitesi Yayınları, 1984, s.126.

⁷¹ GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s.581.

2.3.1.3. Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı

Pay senedi Fiyat/Kazanç katsayısı yüksek olan kurumun, bu katsayısı düşük olan kurumu satın alarak, pay senetlerinin pazar değerini yükseltme olanağı bulunabilmektedir.⁷²

Firma satın almak yoluyla büyümeyi planlayan bir firmanın, gerek kendi gerek devir almayı düşündüğü firmaların hisse senetlerinin Fiyat/Kazanç oranlarını izlemesi ve kendi Fiyat/Kazanç oranının yüksek, buna karşılık alınması söz konusu firmaların anılan oranlarının düşük olduğu dönemlerde, satın alma faaliyetine hız vermesi; kendi hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşük olduğu dönemlerde diğer firmaları satın alma faaliyetine ara vermesi veya bu tür faaliyetini asgari düzeye indirmesi yerinde olur.

Bir firma satın alınırken, ödenecek bedel genellikle söz konusu firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatından daha yüksektir. Alıcı tarafından piyasa fiyatından daha yüksek bir bedel ödenmesinin başlıca nedenleri; satın alınacak firma, durgun veya büyüme hızı yavaş bir endüstri kolunda faaliyette bulunuyorsa, gelecek hakkında iyimser olmayan beklentiler hisse senetlerinin cari piyasa fiyatının düşük olmasına yol açmış olabilir, alan firma büyümenin sağlayacağı avantajlardan yararlanmak isteyebilir.⁷³

2.3.1.4. Satın Alınacak Firmanın Defter Değeri

Defter değeri herhangi bir aktif için geçmişteki maliyet değerinden ayrılan amortisman karşılığı çıkarılarak elde edilir, bir işletme için ise toplam aktiflerden, toplam borçların çıkarılmasıyla elde edilir. Bu “net aktif değer” ve “Özsermaye” ile aynı kavramdır.⁷⁴

Satın alma ve birleşmelerde defter değerleri, firma değerinin saptanmasında genellikle önemli değildir. Çünkü işletmelerin cari değerleriyle defter değerleri

⁷² GÜVEMLİ Oktay, a.g.e., s.126.

⁷³ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.878.

⁷⁴ YILDIRIM Ersan, a.g.e., s.2.

arasındaki ilişki zayıftır. Defter değeri firmaya yapılmış tarihi yatırımları gösterdiği için, işletmenin cari değeri ile oldukça farklı değerleri yansıtır.⁷⁵ Bunun yanında firmaların amortisman ve stok değerlerinin değişik hesaplama yöntemlerini bünyesinde tutan farklı muhasebe yöntemleri kullanmaları “net değer” hesaplamasında farklılıklar ortaya çıkarır.⁷⁶

Enflasyonist ortamlarda firmanın defter değeri olduğundan daha düşük, deflasyonist ortamlarda ise daha yüksek görülebilecektir.⁷⁷

Varlıkları fazla olan fakat kazançları düşük, büyük firmalar birleşme görüşmelerinde defter değeri kavramının yer almasına gayret sarfedeceklerdir. Diğer yandan, genç ve hızla büyüyen firmalar, yüksek ve keskin artan kazançlarıyla birleşme muamelelerinde defter değerine fazla dikkat vermek istemeyeceklerdir.

Firmanın hisse senetlerinin defter değeri, cari piyasa fiyatından önemli ölçüde yüksekse, satın alma veya birleşme şartları saptanırken, defter değerleri dikkate alınmaktadır. Defter değeri bir anlamda, satın alınacak firmanın sağlayacağı iktisadi değerlerin bir göstergesini oluşturur. Satın alınacak firmanın iktisadi değerlerinin, gelecek dönemlerin geliri üzerine olabilecek potansiyel katkısı artırılabilirse, defter değerlerinin birleşme şartlarının saptanmasında önemli etkisi olmaktadır.⁷⁸

2.3.1.5. Satın Alınacak Firmanın Tasfiye (Likidasyon) Değeri

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

İşletmelerin tasfiye değeri defter ya da kayıtlı değerinden oldukça farklıdır. Bu fark özellikle maddi duran varlıkların ve stokların değer kazanmış olmasından,

⁷⁵ AYDIN Nurhan, *İşletme Birleşmelerinde Finansal Analiz ve Bir uygulama örneği*, Ankara:Ticaret Sanayi Deniz Ticaret Oda ve Ticaret Borsaları Birliği Yayınları,1990, s.47-48.

⁷⁶ COHEN J.B., ROBBINS S.M., YOUNG A.E., a.g.e., s.538.

⁷⁷ SCHARF Charles A., *Acquisition, Mergers, Sales and Takeovers A Handbook with forms*, London: Prentice-Hall Inc.,1971, s.50-51.

⁷⁸ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.878.

alacakların tahsilindeki sorunlardan, maddi olmayan sabit değerlerin ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamalarından veya kayıtlı değerlerine göre çok düşük likidasyon değerine sahip olmalarından ileri gelmektedir.⁷⁹

2.3.1.6. Firmanın Net İşletme (Çalışma) Sermayesi

Satın alınacak firmanın net işletme sermayesi durumu, hisse başına net işletme sermayesi tutarı, alıcı firmanın birleşme sonucu sağlayacağı likiditeyi gösterdiğinden birleşme şartlarını etkileyebilir. Likiditesi yüksek, borçları az olan bir firmanın satın alınması alan firmanın likidite durumunu kuvvetlendirdiği gibi yabancı kaynak sağlama (borçlanma) kapasitesini de artırır. Firma satın aldığı işletmenin aktif değerlerini ve/veya gelir sağlama gücünü güvence olarak göstererek yeni kaynaklar sağlayabilir, hatta bu yolla firma satın alınmasının gerektirdiği finansman gereksinmesinin önemli bir bölümünü karşılayabilir. Bu nedenle, likidite durumunun yeterliliği borçlanma kapasitesinin yüksekliği, satın alınacak firmalarda aranan başlıca niteliklerdir.⁸⁰

2.3.1.7. Firmanın Varlıklarının Teminat Olarak Gösterilmesi

Satın alınacak firmanın varlıkları üzerinde rehin hakkı bulunup bulunmadığı dikkate alınacak diğer bir etkidir. Satın alınacak firmanın varlıkları üzerinde daha önce üçüncü kişilerce rehin hakkı kurulmuş ise, satın alan firmanın bu varlıklar üzerinde serbestçe kullanma hakkı yok demektir. Satın alınan firma, üzerinde rehin hakkı oluşturulmuş varlıkları yeniden rehin ederek kaynak sağlama olanağından yoksun kalacaktır. Bu nedenle firma satın alınırken varlıklar üzerinde rehin ve benzeri kısıtlayıcı hakların mevcut olup olmadığı dikkate alınmalıdır.⁸¹

⁷⁹ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.879.

⁸⁰ YILDIRIM Ersan, a.g.e., s.10.

⁸¹ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., ss.879-880.

2.3.2. Birleşme Şartlarını Etkileyen Nitel (Kalitatif) Etmenler

Birleşme şartlarının saptanmasında, nicel (kantitatif) olarak nitelendirdiğimiz etmenler dışında, devralınan firma ile ilgili tarihi verilere yansımamış düşünceler, daha etkili rol oynayabilir. Nitel etmenleri çoğu kez rakamlarla ifade etmek çok güç veya olanaksızdır. Birleşme şartlarını etkileyen nitel (kalitatif) etmenlere şu şekilde örnekler verilebilir;

- i. Şirketler, tek başlarına başaramayacakları işleri bir araya geldiklerinde başarabilme ümidi taşıdıklarından birleşmektedirler.“ 2+2=5” şeklinde ifade olunabilen bu yaratma gücü bilindiği gibi synergy olarak isimlendirilmektedir,
- ii. Yetenekli bir yönetim kadrosuna sahip olma arzusu taşımak,
- iii. Birleşme yolu ile gerekli teknik ve araştırma kadrosu sağlamak,
- iv. Firmanın sahip olduğu sınai haklardan ve/veya üretim konusundaki deneyimlerden yararlanmak,
- v. Bir firma, diğer bir firma ile patent, telif, imtiyaz, ticari isim hakkı gibi sınai haklarından veya o firmanın üretim alanındaki deneyimlerinden yararlanmak,
- vi. Etkili satış organizasyonuna sahip olmak,
- vii. Firmanın prestijini artırmak,
- viii. Daha iyi bir kalite kontrolü sağlamak,
- ix. Mevcut örgütü yenilemek,

Birleşme şartlarını etkileyen nitel (kalitatif) etmenler listesi uzatılabilir. Söz konusu nitel etmenleri rakamlarla ifade etmek çok güç olmakla beraber nicel (kantitatif) etmenlerle birlikte hatta bazen daha ağır basarak birleşme şartlarının saptanmasında rol oynamaktadır.

2.4. BİRLEŞME GÖRÜŞMELERİ VE METODLARININ SAPTANMASI

İşletmeler arasında birleşme koşulları karşılıklı görüşmelerle saptanacak olmakla beraber, karşılıklı görüşmeler belirli sınırlar içerisinde geçecek, birleşme şartları ancak bu sınırlar içerisinde belirlenecektir.

Birleşme görüşmelerinde bu sınırları belirleyen en önemli etkenlerden şirketlerin hisse başına pazar fiyatı ve geliri olmaktadır. Birleşme görüşmelerin değerlendirilmesinde iki şirketin hisse başına pazar fiyatları hesaplanarak, birleşme sonrası pazar fiyatının belirlenmesine çalışılmaktadır. Formül ile ifade etmek gerekirse;

Birleşme öncesinde A A.Ş. pay senetlerinin piyasa fiyatı;

$$P_a = \frac{(P/E_a) Y_a}{N_a}$$

Birleşme öncesinde B A.Ş. pay senetlerinin piyasa fiyatı;

$$P_b = \frac{(P/E_b) Y_b}{N_b}$$

Birleşme sonrasında varlığını devam ettirecek olan şirketin pay senetlerinin beklenen fiyatı;

$$P_{ab} = \frac{(P/E_{ab})(Y_a+Y_b)}{N_a + (ER)N_b}$$

Bu formülde;

P_a : A İşletmesinin birleşme öncesinde pay senetlerinin piyasa fiyatı,

P_b : B İşletmesinin birleşme öncesinde pay senetlerinin piyasa fiyatı,

P_{ab} : Birleşmeden sonra pay senetlerinin beklenen fiyatı,

E_a : A İşletmesinin geliri,

E_b : B İşletmesinin geliri,

E_{ab} : İşletmenin birleşmeden sonraki geliri,

Y_a : A İşletmesinin toplam cari gelirini,

Y_b : B İşletmesinin toplam cari gelirini,

N_a : A İşletmesinin pay senedi adedi,

N_b : B İşletmesinin pay senedi adedi,

ER_a : A İşletmesinin pay sahiplerinin kabul edebilecekleri iki pay senedi arasındaki azami değişme oranı,

Birleşmenin A İşletmesi ortakları tarafından kabul edilmesi için $P_{ab} = P_a$ olmalıdır. Bu nedenle A İşletmesinin B İşletmesine teklif edeceği hisse senetlerinin azami değişme oranı, birleşmeden sonra hisse senetlerinin piyasa fiyatını (P_{ab}), birleşmeden önceki piyasa fiyatına (P_a) eşit kılacak oran olabilir ($P_{ab} = P_a$). A İşletmesinin pay sahiplerinin kabul edebilecekleri söz konusu iki pay senedi arasındaki azami değişme oranı ER_a olarak ifade edilmektedir.

$$ER_a = \frac{(P/E_{ab})(Y_a + Y_b) - (P/E_a)(Y_a)}{(P/E_a)(Y_a)(1/N_a)(N_b)}$$

B İşletmesinin pay senetleri A İşletmesinin pay senetleri ile gösterilen oranda değiştirildiği; diğer bir deyişle B İşletmesinin bir pay senedine karşılık, A İşletmesi pay senedi verildiği takdirde $P_{ab} = P_a$ sağlanacaktır.

2.4.1.Fiyat/Kazanç (Price/Earnings) Oranı Metodu

Pay başına kâr belirlenebilirse, bu rakamla şirketin pay senedinin pazar değeri arasındaki ilişkiyi ifade için F/GBK (Hisse başına kâr) şeklinde bir hesaplama yapılması finansal analizlerde önemle kullanılan bir ilişkiyi verir. Çoğu kez özellikle yeni pay senedi çıkarmak söz konusu olduğunda geleceğin GBK rakamına bu oran uygulanarak pay senetlerinin kaçtan satılması halinde şirketin yararının korunacağı belirlenmiş olur. Oran, görüldüğü üzere sadece şirketin kârlılığının artması halinde değil, aynı zamanda

pazarda şirketin pay senetlerine talep arttığında ya da azaldığında da değişiklik gösterecektir.⁸²

Bu oran, firmanın hisse senedinin cari piyasa değerinin yıl içinde sağlanan hisse başına net kâra bölünmesiyle bulunmaktadır.

$$F/K = \frac{\text{Hisse Senedinin Cari Piyasa Değeri}}{\text{HBK}}$$

HBK

Bu modelde, öncelikle hisse başına net kâr cari yıl kârından hesaplanmakta veya gelecek yıllarda beklenen kârlardan tahmin edilmekte, bu değer F/K oranı ile çarpılarak hisse senedinin değeri hesaplanmaktadır.

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \text{HBK} \times (F/K) \quad \text{olmaktadır.}$$

F/K oranının belirlenmesinde bir diğer yol, piyasada aynı risk sınıfına giren aynı sektörde faaliyet gösteren, benzer büyüklükteki işletmelerin F/K oranlarından faydalanmaktır. Ancak, sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde ve özellikle hisse senetleri aktif olarak işlem görmeyen işletmelerin değerlendirilmesinde kullanılmakta olan bu yolun rizikosu büyüktür. Pratik olması ve çok sayıda birleşme adayı arasında ilk sıralamayı yapmakta faydalı olması açısından tercih edilebilir. Bununla birlikte, bir işletmeye benzer başka bir işletmeyi bulmak, her işletmenin kendine has özellikleri olması nedeniyle zordur.⁸³

F/K oranı metodu aynı zamanda genellemeler yapmamızı sağlar. Eğer bir şirket geçmişte kötü bir performans sergilemişse F/K oranı yüksek olduğu takdirde bu işin üstesinden çabuk kalkılacağı tahmin edilir. Birleşme durumunda, satın alınanın F/K oranı, F/K çıkışı olarak adlandırılır. Yüksek F/K oranı da satın alan şirketin, satın alınanın kontrolü altında olduğunu belirtir. Şirket birleşmelerinde, eğer hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleşen bir birleşme söz konusu ise şirket kendi HBK

⁸² GÖNENLİ Atilla, a.g.e., s.89.

⁸³ FRANKS Julion R. and SCHOLEFIELD Harry H., *Corporate Financial Management*, Westmead: Cramer Press, Takefield Ltd., 1977, s.255.

(Hisse Başına Kâr)'ını yükseltebilir. Tablo I ve Tablo II'de A şirketinin F/K oranı finansal analizi ve birleşme sonrası HBK'ı verilmiştir.

TABLO I. B Firmasını Satın Alan A firmasının F/K Oranı Finansal Analizi.

	A Şirketi	B Şirketi
Toplam Kazanç (\$ Bin)	1000	500
HBK (\$)	0.1	0.1
Hisse Fiyatı (\$)	1.20	0.8
F/K Oranı	12\1	8\1
Hisse Sayısı (Bin)	10.000	5000

Kaynak: Valuation of Listed Companies, *A Framework for Assessment*, US, yayın yeri belirtilmemiş, 1987, s.135

TABLO II. Birleşme Sonucunda Varlığını Devam Ettiren Firma (A+B) Firmasının Hisse Başına Kârı

	(A+B) Şirketi
Toplam Kazanç (\$ Bin)	1500
Hisse Sayısı (Bin)	13.333
HBK	0.1125

Kaynak: Valuation of Listed Companies, *A Framework for Assessment*, US, yayın yeri belirtilmemiş, 1987, s.135

Tablo I.'de A Firması B Firmasını pay senedi değişimi yoluyla satın aldığında B firmasının 5.000.000 hissesi mevcuttur. Pazar fiyatı 0.80 \$'dır. Bunun için B firmasının pazar kapitalizasyonu 4 milyon \$'dur. B firmasının hissedarları her 1.20 \$ hisse için 4milyon \$ alacak olup bu da A firmasının 3.300.000 \$ payına eşit olmaktadır.

Birleşme sonrası durum Tablo II'de görülmektedir. F/K oranı ile yeni hisse fiyatının belirlenmesi gerekmektedir. A firması B firmasının kazançlarını daha etkili olarak kullanacaktır. B firmasının kazançları 12/1 olan A firması, F/K oranı olarak belirtilebilir. Eğer durum böyle olsaydı, firmanın (A+B) $0.1125 \times 12 = 1.35$ \$ ve A'daki hissedarlar için kazanç 0.15 \$ olurdu. Hisse senedi değişim oranı $0.80 / 1.20 = 0.67$, B'nin hissedarları üzerindeki durum yeni bir HBK 0.67×0.1125 olacaktır. Buradaki amaç hissedarların kazancını artırmaktır.⁸⁴

⁸⁴ STALLWORTHY EA., KHARBANDA D.P., *Valuation of Listed Companies*, US: Yayın yeri yok, 1988, s.135-136.

2.4.2. Temettü Modeli Metodu

Herhangi bir yatırımın bugünkü değeri, yatırımdan sağlanması beklenen gelirlerin uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle hesaplanır. Bu nedenle, bir firmanın hissedarlarının gelecekte elde edecekleri temettülerin iskonto edilmiş bugünkü değerleri toplamı, firmanın hisse senetlerinin değerini vermektedir. Bu durumda firmanın temettülerinin gelecekte izleyeceği büyüme oranı dikkate alınacak olursa, buna göre her büyüme alternatifine göre elde edeceğimiz firma değeri farklı olacaktır. Şöyle ki;

i. Büyümenin olmaması durumu ($g=0$), yani firmanın gelecekte dağıtacağı temettülerin sabit kalacağı varsayımı altında;

$$S_0 = \frac{D_0}{k_e}$$

ii. Temettülerin gelecekte sabit bir büyüme göstereceği varsayımı altında ($g_0=g_1=g_2=\dots=g_n$)

$$S_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_e-g}$$

iii. Geçici olarak hızlı büyüme, sonra sabit büyüme varsayımı altında;

$$S_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_s)}{(1+k_e)^t} + \frac{Y_0(1+b_c)(1+g_s)}{(k_e-g_c)(1+k_e)}$$

iv. Geçici olarak hızlı büyüme, sonra 0 büyüme varsayımı altında;

$$S_0 = \sum \frac{D_0(1+g_s)}{(1+k_e)^t} + \frac{Y_0(1+g_s)}{k_e(1+k_e)}$$

S_0 : Firma Değeri

D_0 : Firmanın dönem başına dağıttığı temettü

y_0 : Firmanın dönem başına sağladığı net gelir

k_e : Firmanın sermaye maliyeti

b : Elde tutma oranı

Temettü modelinin dayanağı, sonsuza dek elde tutulan bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin yalnız temettüler olmasıdır.⁸⁵

2.4.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Modeli Metodu

Temettü ve F/K oranı metodları yanında, değerlemede daha sofistike bir yaklaşım, bir yatırımın ya da belli bir işletmenin gelecekteki gelirlerinin projeksiyonudur.⁸⁶Bu projeksiyonlar belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek yatırımın, değeri belirlenmiş olur.

Böylece firma değeri, firmanın borç ve özsermayesinin piyasa değerlerinin toplamına eşit olup, gelecekte elde edilecek nakit akımlarının ortalama sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmiş değeri olmaktadır.⁸⁷

Firma değerinin belirlenmesi için gelecek dönemlerde sağlanacak, nakit akımlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Çok uzun dönemler için nakit akımlarını tahmin etmek yerine, belirli bir tahmin dönemi içinde nakit akımlarının belirlenmesi ve bu dönemden sonrası için firmanın “devam edecek değerinin” (continuing value terminal value) belirlenmesi daha uygundur.

Buna göre;

Firma Değeri = Tahmin Döneminde Sağlanacak Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri
+ Tahmin Dönemi Sonrasında Devam Edecek Değerin Bugünkü Değeri
dir.

⁸⁵ GITMAN L.J., *Principles of Managerial Finance*, USA: Harper&Row Publishers Inc.,1988, s.109.

⁸⁶ EARL Peter, FISHER Frederick G., a.g.e., s.101.

⁸⁷ COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Valuation :Measuring and Managing The Value of Companies Mc*. USA: Kinsey Co. Inc ,1990, s.97-101.

Formül ile ifade edilirse;

$$S_0 = \frac{Y_1}{(1+k_e)} + \frac{Y_2}{(1+k_e)} + \dots + \frac{Y_n}{(1+k)} + \frac{CV_n}{(1+k)}$$

Formülde:

CV_n : Devam edecek firma değeri (continuing value) hurda değeri,

$Y_{1,2..n}$: Firmanın dönem başında sağladığı net gelir,

k_e : Firmanın sermaye maliyeti,

Uygun birleşme şartlarının sağlanabilmesi için firma değerinin bilinmesi gereklidir. Firma değerinin belirlenmesinde;

- i. Tahmin Dönemi Süresince Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi,
- ii. Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi.

olmak üzere iki yöntem kullanılmaktadır.

2.4.3.1. Tahmin dönemi süresince nakit akımlarının tahmin edilmesi:

Nakit akımlarının tahmininde, alıcı işletmenin satıcı işletmeyi ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir işletme olarak düşünmesi, olayı kolaylaştırması açısından faydalı olacaktır. Başka bir deyişle, birleşmeden dolayı kazanç gücünde oluşacak herhangi bir artışı dikkate almamalıdır. Ancak birleşmeden dolayı sağlanabilecek ilave güç, satıcı işletmeye ödenecek nihai fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır.⁸⁸

⁸⁸ SCHARF Charles A., a.g.e., s.53.

Firmanın herhangi bir dönemdeki nakit akımı aşağıdaki formatla bulunabilir.⁸⁹

Net Satışlar

- SMM
- Dönemsel Giderler
- Amortisman

FVÖK

- Faiz Gideri

VÖNK

- Vergi

Net Kâr

- +Amortisman

Nakit Akışı

- Yenileme Giderleri

Net Nakit Akışı

Gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının tahmin edilebilmesi için, öncelikle firmanın geçmiş kazançları analiz edilmelidir. Bunun için firmanın geçmiş dönemlerdeki nakit akım tabloları, gelir tabloları ve bilançoları analiz edilerek işletmenin ortalama gelir seviyesi tespit edilmelidir. Bunu yaparken geçmiş gelirlerde enflasyon veya deflasyona göre düzeltme yapılmalıdır.⁹⁰

Bunun yanında firmanın sektör içerisindeki durumunu da incelenmesi daha iyi bir analiz yapma açısından önemli olacaktır. Bundan sonra belli varsayımlara dayalı tahmini gelir tablosu, bilanço ve nakit akım tablolarının oluşturulmasına geçilmektedir. Bu varsayımlar Nakit akımlarının yıldan yıla değişeceği, nakit akımlarının yıldan yıla aynı oranda büyüyeceği ve iki farklı büyüme dönemi gerçekleşeceği şeklinde olmaktadır. Bu varsayımlara ileride birleşme değerlemeleri bölümünde değinilecek ve örneklenecektir.

⁸⁹ SARIKAMIŞ Cevat, “Yeniden Yapılanma Döneminde Şirket Değerleme”, TSKB.Şirket Değerleme Eğitim Seminer Notları, İstanbul 1996, s.6.

⁹⁰ ERTUNA İbrahim Özer, *Enflasyon Düzeltmesi Mali Tablo Analizi*, İstanbul :Gözlem Yayınevi,1980, s.5.

2.4.3.2. Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi

Nakit akımlarının iskonto edilmesinde kullanılacak iskonto oranları, firmaların taşıdığı sistematik olmayan risklerin ve pazar faiz oranı ile özvarlık sermaye maliyeti gibi göstergelere göre belirlenir.⁹¹

Değerlenecek firmaların anonim şirket olmaları ve pay senetlerinin pazarda alınıp satılması durumunda iskonto oranını hesaplamak oldukça kolay olur. Bu durumda iskonto oranı, yatırımcının yatırımdan beklediği verimi temsil eder. Firmanın iskonto oranını “finansal varlık değerlendirme modeli” (CAPM) açıklamaktadır.

Böylece firmanın sermaye maliyeti:

$$k_i = R_f + \{E(R_m) - R_f\} \times \beta_i \text{ şeklinde bulunur.}$$

Formülde;

k_i : iskonto oranı veya sermaye maliyeti,

R_f : risksiz faiz oranı,

$E(R_m)$: pazarın beklenen getirisi,

β_i : firmanın özsermayesinin sistematik riski'dir.

β katsayısı ilgili firmanın karakteristik doğrusunun eğimidir ve aşağıdaki formül aracılığıyla hesaplanabilir;

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_i^2}$$

σ_i

r_i : Firmanın pay senedi verimi,

r_m : Pazar verimi,

σ_i : Firmanın verim varyansı

olmaktadır.

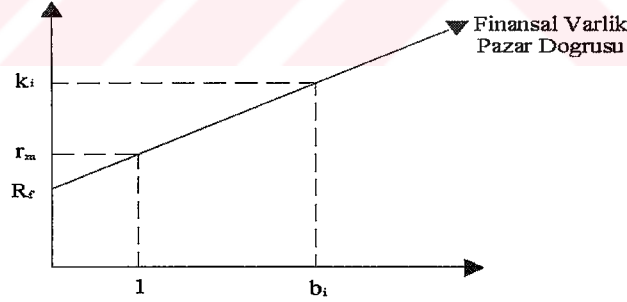
⁹¹ SARIKAMIŞ Cevat, a.g.e., s.7.

Beta katsayısı şirketin hisselerinin volatilitésinin, piyasadaki tüm hisselerin volatilitésine oranı olup bir risk ölçüsüdür.

Hisse senedi volatilitésini yüksek olan bir firmada hisse senedi fiyatı kolayca düşebileceğinden yatırımcı açısından daha fazla risk taşımaktadır. Bu nedenle yüksek beta oranı yüksek risk anlamına gelmektedir. Beta katsayısı 1.5 olan bir firmanın hisse senetleri, piyasa ortalamasından %50 daha hızlı yükselecek ya da düşecektir. Örneğin piyasadaki senetler ortalama %10 değer yitirdiğinde, bu şirketin hisse senetlerinin %15 değer kaybetmesi beklenir.⁹²

Beta katsayısı bilinen bir firmanın iskonto oranı, finansal varlık pazar doğrusu grafiği aracılığı ile kolayca hesaplanabilir. Grafiğin yatay ekseninde beta değeri işaretlenerek çizilecek dikey doğrunun FVPD'ni kestiği noktanın dikey eksenindeki değeri firmanın iskonto oranıdır.

ŞEKİL 1: Firma İskonto Oranının, Finansal Varlık Pazar Doğrusu Yardımıyla Bulunması



Kaynak: EARL Peter, FISHER Frederick G., *International Mergers & Acquisitions*, US: Published by Euromoney Publications, 1988, s.103

⁹² YILDIRIM Ersan, a.g.e., s.59.

Bununla birlikte kullanılan bir diğer yol, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasıdır;

$$k = (1-t) k_b \frac{B}{B+S} + k_s \frac{S}{B+S}$$

Formülde;

k : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

(1-t) k_b : Borcun vergi sonrası maliyeti

k_s : Özsermaye maliyeti

B : Firmanın sermaye yapısındaki borç oranı (W_b)

(B+S)

S : Firmanın sermaye yapısındaki özsermaye oranı (W_s)

(B+S)

2.5. BİRLEŞMELERİN BAŞARISI

Birleşmeye karar veren ve bu amaçla genel ekonomik seyri inceleyen kendi özelliklerini belirleyen firmayı ekonomik yönden analiz eden işletme yöneticileri birleştikten sonra faaliyetlerin uyumlu ve büyümenin dengeli olarak yürütülebilmesi dolayısıyla birleşmenin amacına ulaşabilmesi için bazı tedbirler almak durumundadırlar.

Birleşmenin başarısı için, daha önce ayrı birimler şeklinde faaliyetlerini sürdüren ve farklı yönetim anlayışına sahip işletmelerin birleşme sonrasında tek yönetim altında faaliyetlerin uyumlaştırılması gerekmektedir.

2.5.1.Ortak Hedef ve Anlayışa Sahip Olunması

Birleşmenin arzulanan faydaları sağlayabilmesi için, başlangıçta ortak hedefler belirlenmiş olmalıdır.⁹³Bu amaçla işletmenin hedefinin ihtisaslaşma, çeşitlendirme, teknolojik gelişme sağlama gibi hedeflerden birine yönelmiş olması gerekmektedir. Ortak hedef belirlenememesi yada belirlenen hedeflere uygun stratejilerin izlenememesi birleşmenin başarısız olmasına neden olmaktadır.

⁹³ İktisadi Kalkınma Vakfı, *Şirketler Arası Birleşme Hareketleri*, İstanbul: İKV Yayınları, 1969, ss.89-91.

2.5.2. Birleşilecek Firmaların Denk Kuvvetler Olması

Birleşmeye giden işletmelerin denk kuvvetler olması birleşmenin başarısı açısından önem taşımaktadır. İşletmelerin herhangi birinin mali yapısının bozuk olması yada belirlenmiş hedefleri gerçekleştirecek güce sahip olmamaları birleşmenin başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. İşletmelerin gerek mali açıdan gerekse büyüklük açısından denk kuvvetler olması birleşmeyi başarıya götürmektedir. Birleşme işleri kötü giden işletmelerin müracaat edeceği bir yol olursa bu başarısız sonuçlar doğurmaktadır.

2.5.3. Birleşme Görüşmelerinin Titizlikle Gerçekleştirilmesi

Birleşme niyetinde olan işletmelerin görüşmelere gerekli özeni göstermeleri ve en yetkili organlarınca iştirak etmeleri birleşmenin gelecek dönemlerdeki başarısı açısından da önem taşımaktadır. Görüşmeler sırasında yöneticilerin ihtiyaçlarını ve birleşme amaçlarını açıklıkla belirtmeleri, birleşme sonrasında ortaya çıkabilecek ve başarısızlığa yol açacak pürüzleri ortadan kaldırmak açısından önem taşımaktadır.

Birleşme anlaşmasının bütün ayrıntıları kapsayacak şekilde düzenlenmesi, farklı hukuki sistemlere sahip ülkelerin şirketleriyle birleşme sözkonusu olduğu zaman ortak zemin bulunması gerekmektedir.⁹⁴

2.5.4. İşletme Yetki ve Sorumlulukların Tam Olarak Dağıtılması

Kaliteli personel ve rasyonel yönetim anlayışına sahip olmak amacıyla birleşmeye giden işletmeler bu amaca uygun olarak birleştikleri firmanın yöneticilerine verilecek yetki ve sorumluluklar konusunda bir saptama yapmak zorundadırlar. Birleşme sonrasında bütçe sistemi, sermaye harcamaları yetkisi, benimsenen işletme politikası gibi yönetim açısından önemlidir.

Yetki ve sorumlulukların dağılımı belirtilmemişse birleşmenin başarısızlığına yol açacak unsurlar doğar.⁹⁵

⁹⁴ İktisadi Kalkınma Vakfı, a.g.e., s.92.

⁹⁵ BİRİCİK Tuğrul, "Şirket Birleşmeleri", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İ.T.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995, s.27.

2.6.BİRLEŞMELERDE FİRMA DEĞERLEMESİ

Değerleme metodu ne olursa olsun bir değerlendirme analizinde amaç, firmaların ayrı ayrı değerlerinin yanısıra sinerjinin de sayısal olarak ölçülmesidir. Birleşme analizlerini sermaye bütçelemesi analizinden ayıran da budur. Değerlendirme;

- i. Yabancı bir alıcı tarafından şirket için teklif edecekleri fiyatı belirlemek,
- ii. Yada bunlara danışmanlık yapan bir özelleştirme ajansı tarafından, makul alış fiyatını tespit etmek,
- iii. Şirket yönetimi amaçları doğrultusunda satış fiyatını tespit etmektir.

Bir işletmenin değeri, tüm bu değerlendirme çalışmaları sonucunda işletme sahiplerinin gelecekte elde edecekleri faydaların bugünkü değerine karşılık gelir. Şirket değerinin belirlenmesi alıcı, satıcı açısından yatırım ve satış şartlarının ortaya çıkarılması, pazarlık şartlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Bu şartlar;

- a. Rasyonel bir alıcı normal olarak bir şirkete ancak, gelecekte beklediği faydaların bugünkü değerinin en azından satış fiyatına eşit olması durumunda yatırım yapar.
- b. Tersine olarak, rasyonel bir satıcı normal olarak beklenen faydaların bugünkü değerinin satış fiyatından yüksek olması durumunda satış yapmayacaktır.
- c. Bir şirketin değeri, her bir potansiyel yatırımcının, firmaya ilişkin risk ve faydaları değerlendirme yaklaşımına çok bağlıdır. Genel olarak, değerlendirme uzmanlarının görevi en uygun ya da en makul değeri belirlemektir.⁹⁶

Alıcı firma açısından, birleşmenin firmaların birleştikten sonraki nakit akımları üzerinde nasıl etki yapacağını tahmin edilmesi gerekir.⁹⁷

$$\text{Sinerji} = \sum \frac{\Delta Cft}{(1+r)}$$

olarak tanımlanmaktadır.

⁹⁶ YILDIRIM Ersan, a.g.e., ss. 13-17.

⁹⁷ LEVY H., SARNAT M., *Capital Investment and Financial Decisions*, Cambridge:Prentice-Hall Ltd. 1990, s.63.

Formülde;

ΔCf_t : Birleşme ile yaratılan t dönemdeki ek nakit akımı

r : Ek nakit akımlarına uygulanacak, riske göre düzeltilmiş iskonto oranı (genellikle satın alınacak firmanın özsermaye maliyeti)

olmaktadır.

Alıcı firma, birleşmeye yönelik tahmini net kazanç (NBD) analizini aşağıdaki gibi yapabilmektedir.

Tahmini Net Kazanç = Birleşmenin faydalarını da içeren, alınacak firmanın değeri -
Satın alma fiyatı

Gerçekte, sinerjik etkileri de içerecek şekilde diğer firmanın birleşme sonrası nakit akımlarının tahmin edilmesi uygulamada oldukça güçtür ve hata yapma olasılığı yüksektir.⁹⁸ Bu nedenle, her iki firmanın da değerini ayrı ayrı belirlemek, alınacak firmanın değerini dikkate almak ve birleşmeyle nakit akımlarında görülecek değişimlerin neler olacağı üzerinde ayrıca analize gitmek daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Şirket değerlendirme de öncelikle şirket ile ilgili veri toplanır. Gerekli başlıca bilgiler :

- Şirket tarihçesi ve tanıtımı,
 - Ürün ve hizmetlerin tanıtımı,
 - Bilanço / Gelir tablosu (3 ila 5 yıllık),
 - Bilanço hesapları ayrıntıları,
 - Kuruluş yeri, arsa ve bina ile ilgili bilgiler,
 - Sabit kıymet (Makina & Techizat) bilgileri,
 - Yönetim ile ilgili bilgiler,
 - İşletme bilgileri (üretim, kapasite v.b.),
 - Gelecekle ilgili beklentiler
- şeklinde sıralanabilir.

⁹⁸ WESTON J.F., BRIGHAM E.F., a.g.e., s. 842.

Bu bilgileri toplamada ki amaç firmanın geçmiş, bugünkü ve gelecekteki mali durumunun, ürünlerinin, pazarın, kuvvetli ve zayıf yönleri v.b.'nin anlaşılmasıdır. Bunların dışında çevre ile ilgili, rosyal aktiflerle ilgili bilgiler de alınmalıdır.

Şirketler çevrelerinden izole olmayıp, ekonomik ve sektörel trendler gibi dış faktörlerden etkilenirler. Bu nedenle bir şirketin değeri yalnızca mali bilgilerle belirlenemez. Dış faktörler ve bunların değer üzerindeki etkisi göz önünde tutulmalıdır.

Sektörel veriler ve analizi aşağıdaki değerlendirme değişkenlerini etkiler;⁹⁹

- Satışlardaki büyüme,
- Fiyatlar,
- Risk ve dolayısıyla indirgeme oranı hesabı,
- Beklenen marjlar.

Şirket değerlendirme de izlenen yöntemlerden biri olarak daha önce bahsettiğimiz “İskonto Edilmiş Yıllık Sabit Akımları Yöntemi” kullanılarak Tablo III. oluşturulmuştur.¹⁰⁰Bu yaklaşım“bileşenlere göre değerlendirme” olarak nitelendirilmektedir. Burada temel fark sinerji etkisini oluşturan bileşenlerin birbirinden farklı ele alınarak, değişik iskonto oranlarıyla bugüne indirgenmesidir.

İskonto edilmiş yıllık sabit akımları yöntemi kullanılarak A ve B firmalarının birleşme görüşmeleri sonucunda, B firması A firmasına katılarak, A firması varlığını sürdürmeye devam etmektedir. Birleşme sonrası sinerjik etkinin görülmesi ve ilave nakit akımları (ΔC_f) olması beklenmektedir. Basitleştirmek amacıyla yıllık net nakit akımlarında büyüme öngörülmemiştir. Tablo III’de İskonto edilmiş nakit akımları yöntemiyle ilgili olarak bir örnek verilmiştir. Örnekte firmanın değerini, özsermaye maliyeti %’si ile çarparak yıllık sabit net akımı, stratejik ve vergi avantajından yararlanarak birleşme sonrası firmanın bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

⁹⁹ YILDIRIM Ersan, a.g.e., s.20.

¹⁰⁰ ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F., a.g.e., s.43.

ÖRNEK 1.

A ve B firmasına ait yıllık net akımları verilen ve iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak, birleşme sonucu AB firmasına ait yıllık net nakit akımının hesaplanması;

TABLO III. Birleşme Sonrasında, Firmanın Yıllık Net Nakit Akımının İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Bulunması

	Yıllık Net Nakit Akımları (Milyon \$)	İskonto Oranı	Bugünkü Değer (Milyon \$)
A Firması	10	0.10	100
B Firması	4.5	0.15	30
Birleşme sonucu ek nakit akımları ΔCft	5.5	0.122	45
Stratejik Avantaj	3	0.20	15
Vergi Avantajı	1	0.05	20
Faaliyetlerden yaratılan sinerji	1.5	0.15	10
AB Firması	20	0.114	175

Kaynak: Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F., corporate Finance, USA: Irwin Inc., 1990, s.781

Tablo III. Açıklamaları :

- B firmasının değeri piyasa değeri esas alınarak belirlenmiştir .Firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri 30 \$ olup, 1 milyon adet hisse senedi vardır. Böylece B firmasının değeri (30x1 milyon) =30 milyon \$ dır. Özsermaye maliyetinin % 15 olması durumunda B'nin yıllık sabit net nakit akımları (30milyon x 0.15) = 4.5milyon \$ olarak hesaplanır.

Birleşmenin sağlayacağı avantajların başında, birleşen firmaların üretim tesisleri ve ürün özelliklerinin getirdiği stratejik avantaj, vergi tasarrufu ve üretim kapasitesinin artırılmasından doğan sinerji olmaktadır. Bu avantajlara kısaca değinmek istersek;

i. Stratejik Avantaj : A firması üretmeyi düşündüğü ürün tipiyle, B firmasının üretmekte olduğu bir ürünün özellikleri ve üretim tesisleri, A firmasının stratejisine uyum göstermektedir. Bu uyumun A firmasına sağlayacağı yıllık katkı 3 milyon \$ olarak

tahmin edilmiş, bu konudaki belirsizliğin fazla olmasından dolayı risk primi yüksek tutularak iskonto oranı % 20 şeklinde belirlenmiştir.

ii. Vergi Tasarrufu : Birleşme sonunda 1 milyon \$'lık vergi tasarrufu her yıl için öngörülmüştür. Firma vergi tasarruflarından sağlayacağı nakit akımlarını oldukça kesin tahmin edebildiğinden, bunları borcun maliyeti, % 5 ile iskontalanmıştır.

iii. Faaliyetlerden Yaratılan Sinerji : Birleşme sonrası A firması B firmasının kullanmadığı üretim kapasitesinden yararlanabilecektir. Böyle bir faaliyet etkinliğinin sonucunda nakit akımlarında yılda 1.5 milyon \$ artış tahmin edilmektedir. Bu akımlar, B firmasının özsermaye maliyetiyle (%15) bugüne indirgenmiştir.

Yukarıda yapılan tahminler ışığında AB firmasının değeri 175 milyon \$ olarak belirlenmiştir.

2.7.BİRLEŞME ÖNCESİ VE BİRLEŞME SONRASI FİRMA DEĞERİ

Firma birleşmelerinde değerlendirme analizinde yapılanları özetleyecek olursak, kullanılacak metodolojiyi aşağıda kolayca görebiliriz. Firmaların birleşmeden önceki değerlerinin belirlenmesi; daha önce değinilmiş olan firma değerlendirme modellerinden firma ve içinde bulunduğu sermaye pazarı için en uygun olanının seçilerek belirlenmesi gerekir. Burada birleşme müzakerelerinde bulunan firmalar A ve B'dir. A firmasının birleşme öncesi değerini P_0A ve B firmasının birleşme öncesi değerini P_0B olarak ifade edersek; birleşmeden sonra oluşması beklenen değer veya değerlerin hesaplanması için şu yöntemlerin uygulanması gerekir.

Bir çatı altında birleşme durumu: Bu durumda, birleşmeden sonra oluşacak şirketin bugünkü özvarlık değeri hesaplanmalıdır. Bu nedenle yeni firmanın beklenen nakit akımlarının belirlenmesi ve bunların belirlenen bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmesi gerekmektedir.

Birleşmeden veya satın almadan sonra oluşacak firmanın finans yapısında bir değişme olması halinde, birleşmeden sonraki nakit akışlarını iskontolamada

kullanılacak, iskonto oranı değişecektir.¹⁰¹ Değişen iskonto oranını hesaplama Hamada Eşitliği olarak bilinen formül kullanılarak hesaplanır. Hamada eşitliği;

$$b_u = \frac{b_l}{1+(1-t)(D/E)}$$

Bu formülde;

b_u : Finansal risksiz beta katsayısı (şirketin hiç borcunun olmaması durumu)

b_l : Birleşmeden önceki beta katsayısı

t : Vergi Oran

D/E : Borç/ Özvarlık Oranı'dır.

Yeni şirketin iskonto oranı finansal varlık değerlendirme modeli ile bulunabilir. Hesaplanacak yeni firmanın değeri, eğer yeni firmaya AB diyecek olursak;

$P(AB)$ şeklinde olacaktır.

Birleşilen veya devir alınan firmanın kendi hukuksal yapısını koruması yani firmaların ayrı iki firma olarak faaliyetlerine devam etmeleri durumunda, devir alan ve devir alınacak şirketlerin nakit akışları ayrı ayrı tahmin edilerek bugünkü özvarlık değerleri bulunur. İki şirketin bugünkü değerleri toplamı birleşme sonrası toplam değeri verecektir.

Bu durumda birleşmeden sonra firmaların oluşacak yeni değerlerine sırasıyla $P'(A)$ ve $P'(B)$ dersek, birleşme sonrası oluşacak toplam değer ;

$P'(A) + P'(B)$ olacaktır.

Birleşme sonrası oluşacak yeni firmanın veya ayrı ayrı faaliyetlerine devam eden firmaların birleşme ile yarattıkları sinerjinin belirlenmesi şu eşitsizlikle ifade edilir.

$P(AB)$ veya $P'(A) + P'(B) > P_o(A) + P_o(B)$

Bu eşitsizlikte aradaki fark birleşmenin firmalar üzerindeki sinerji etkisindedir.

¹⁰¹ SARIKAMIŞ Cevat, a.g.e., s.8.

Birleşmeden sonra oluşacak toplam değer ne kadarının sinerji etkisinden, yeni yatırım ve düzenlemeler yapılacaksa ne kadarının bu yatırımlardan ileri geleceğini bilmek, birleşme müzakereleri sırasında net kazancın ne kadarının devir alınacak firma sahiplerine verilebileceğine karar vermede önem taşır.¹⁰²

Birleşme analizlerinde, kazanç veya sinerjinin yanısıra, satın alma veya birleşmenin maliyetinin de saptanması gerekmektedir. Birleşme yoluyla büyümenin iç büyümeye oranla maliyet açısından daha avantajlı olması, birleşilecek firmaya ödenecek bedelle yakından ilgilidir.

Birleşmelerde maliyet, satın alınan firmaya değerinin üzerinde ödenen prim olup, örneğimizde ele alacak olursak A'nın B firmasına ödeyeceği bedel;

$$\text{Maliyet} = P_{oB} + \text{Prim}$$

şeklinde olacaktır.

A firmasının B'ye teklif edeceği değer P_{oB} 'den büyük olması gerekmektedir. B firmasına teklif edilebilecek minimum değer P_{oB} olmakta, ancak B firmasının hissedarlarının bu teklifi kabul etmesi beklenmemelidir. Buna karşılık, B firmasına teklif edilebilecek maksimum değer:

$$P_{oB} + \text{Sinerji}$$

olabilmektedir. Ancak bu da A firması hissedarlarının kabul edebileceği bir durum değildir. Bu durumda birleşmeyle yaratılacak sinerjinin her iki firma arasında bölüşülmesi gereği ortaya çıkacak ve sinerjinin ne oranda bölüşüleceği sorunu gündeme gelecektir.

Sinerjik etkiler ne denli yüksek ise, firmalar arası pazarlıkların gücü ve birleşme olasılığı da o denli yüksek olabilmektedir.¹⁰³ Çünkü satın alınacak firmanın hissedarları da birleşmeyi, firmanın tek başına gelecekte elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değerinden $P_o(B)$ daha yüksek bir fiyat teklif edildiği takdirde kabul edeceklerdir.

¹⁰² SARIKAMIŞ Cevat, a.g.e., s.8.

¹⁰³ AKKUM Tülin, a.g.e., s.25.

2.7.1 Primin Hesaplanması

Devir alınacak firma için yapılacak ödeme, birleşmeden önceki değer toplam değer içindeki payı kadar olacaktır. Bu pay birleşmeden önceki özvarlık değerinin toplam özvarlık değerine bölünmesi yoluyla bulunur.

$$W_b = \frac{P_o(B)}{P_o(A)+P_o(B)}$$

$P_o(A)$: Birleşme öncesi A firmasının değeri,

$P_o(B)$: Birleşme öncesi B firmasının değeri,

W_b : Birleşmeden önceki özvarlık değerinin toplam özvarlık değerine oranı.

Bu oran belirlendikten sonra B firmasına ödenecek tutar, bu oranı W_b ile gösterecek olursak;

$$P(AB) \times W_b$$

olmaktadır. Bir başka ifadeyle A firması için B' ye ödenecek prim miktarı

$$\text{Prim} = \text{Sinerji} \times W_b$$

olmaktadır.

Birleşmenin A firmasına maliyeti veya B'ye ödenecek toplam değer;

$$\text{Birleşme Maliyeti} = P_o(B) + \text{Prim}$$

$$\text{Birleşme Maliyeti} = P_o(B) + \text{Sinerji} \times W_b$$

olarak hesaplanmaktadır.

2.7.2. Kazançların Belirlenmesi

Bir birleşmede genel olarak birleşmeden doğan kazanç birleşmeyle yaratılan sinerjidir. Bu kazançları birleşmede taraf olan firmalar açısından düşünecek olursak; B firmasının kazancı kazandığı prim ile ölçülür.¹⁰⁴

$$\text{A firmasının kazancı} = P(AB) - \text{Maliyet}$$

bir başka ifadeyle;

$$\text{A firmasının kazancı} = \text{Sinerji} - \text{Prim}$$

Yani sinerjinin kendisine kalan kısmı bu birleşmeden A firmasının sağladığı kazancı ifade eder. Sinerjinin bölüşülmesi, maliyet ve prim ile kazançların belirlenmesine yönelik örnek durumlar aşağıda verilmiştir.

ÖRNEK 2.¹⁰⁵

A Firması ile B Firması birleşme müzakerelerinde bulunmaktadır. Buna göre;

$$P_o(A) = 250 \text{ milyon \$}$$

$$P_o(B) = 150 \text{ milyon \$}$$

olarak firmaların değerleri hesaplanmış ve birleşme sonrası yaratılacak sinerji 45 milyon \$ olarak belirlenmiştir. A firmasının B'ye ödediği fiyatın 170 milyon \$ olması durumunda, yani birleşmenin maliyeti 100 milyon \$ ise;

$$\begin{aligned} P(AB) &= P_o(A) + P_o(B) + \text{Sinerji} \\ &= 250 + 150 + 45 \\ &= 445 \text{ milyon \$ olarak hesaplanır.} \end{aligned}$$

¹⁰⁴ SARIKAMIŞ Cevat, a.g.e., s.8.

¹⁰⁵ SARIKAMIŞ Cevat, "Yeniden Yapılanma Döneminde Şirket Değerleme", Seminer Notlarından büyük ölçüde tarafımızca yararlanılmıştır, s.8.

B firmasının kazancı;

$$\begin{aligned}
\text{Maliyet} &= P_o(B) + \text{Prim ise} \\
\text{Prim} &= \text{Maliyet} - P_o(B) \\
&= 170 - 150 \\
&= 20 \text{ milyon \$}
\end{aligned}$$

A firmasının kazancı;

$$\begin{aligned}
&= \text{Sinerji} - \text{Prim} \\
&= 45 - 20 \\
&= 25 \text{ milyon \$}
\end{aligned}$$

olarak bulunmuştur.

Görüldüğü gibi daha önce verdiğimiz sinerjinin paylaşılması formülüne göre;

$$W_b = \frac{P_o(B)}{P_o(A) + P_o(B)} = \frac{150}{400} = 0.375$$

olmaktadır. Bulduğumuz değeri sinerji ile çarptığımızda (0.375 x 45) B'ye ödenmesi gereken prim tutarının 16.875 milyon \$ olması gerekmektedir. Örneğimizde bu prim 20 milyon \$ olarak verilmiştir. Bu firmaların birleşme görüşmelerinde pazarlık gücünün önemini ve özellikle birden fazla alıcının olması durumlarında, satıcı firmaya gerçek değer üzerinde ödenen prim tutarının yükselebileceğine işaret etmektedir.

ÖRNEK 3.¹⁰⁶

X firması Y firmasını bünyesine katmak istemektedir. İskonto edilmiş nakit akımları yöntemiyle her iki firmanın ve birleşmeden sonra oluşacak firmanın değeri aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned}
P_o(x) &= 432.8 \text{ milyon \$} \\
P_o(y) &= 149.9 \text{ milyon \$} \\
P_o(xy) &= 625.6 \text{ milyon \$}
\end{aligned}$$

¹⁰⁶ SARIKAMIŞ Cevat, "Yeniden Yapılanma Döneminde Şirket Değerleme", Seminer Notlarından büyük ölçüde tarafımızca yararlanılmıştır, s.8.

Bu değerler ışığı altında X firmasının brüt kazancı bir başka ifadeyle birleşme sonucu yaratılan sinerji;

$$\text{Sinerji} = P(\text{XY}) - [P_o(\text{X}) + P_o(\text{Y})]$$

$$\text{Sinerji} = 625.6 - [432.8 + 149.9] = 42.9 \text{ milyon \$}$$

bulunmaktadır. Yaratılan sinerjinin bölüşülmesi ise ;

$$W_y = \frac{P_o(y)}{P_o(x) + P_o(y)} = \frac{149.9}{582.7} = 0.257$$

$$W_x = 1 - W_y = 1 - 0.257 = 0.743$$

X Firmasının Pay Değeri = Birleşme sonrası firmanın değeri x Bölüşüm oranları

$$= 625.6 \text{ milyon \$} \times 0.743$$

$$= 464.8 \text{ milyon \$}$$

Y Firmasının Pay Değeri = Birleşme sonrası firmanın değeri x Bölüşüm oranları

$$= 625.6 \text{ milyon \$} \times 0.257$$

$$= 160.8 \text{ milyon \$}$$

X Firmasının Kazancı = Pay Değeri – Birleşme Öncesi Değer

$$= 464.8 - 432.8$$

$$= 32 \text{ milyon \$}$$

Y Firmasının Kazancı = Pay Değeri – Birleşme Öncesi Değer

$$= 160.8 - 149.9$$

$$= 10.9 \text{ milyon \$}$$

2.8. BİRLEŞMENİN FİNANSMANI

Birleşme kararını almak, tekliflerin en iyisi, en elverişlisinin hangisinin olduğu sorusunu cevaplandırmak kolay değildir. Bu durumda ödenecek bedel, teklifler arasında seçim yapmada dikkate alınacak en önemli etken olmakla beraber, bedelin ödenme şekli (nakten, tahvil vererek veya pay senetlerini değiştirerek) nihai kararda gözönünde tutulacak etmenlerdir.

2.8.1. ÖDEME ŞEKİLLERİ

Başarılı bir birleşme için doğru ödeme paketinin seçimi büyük rol oynamaktadır. Bu seçim sadece satın alma zamanında değil, aynı zamanda alıcı firma açısından uzun dönem de düşünülerek yapılmalıdır.¹⁰⁷

Birleşme bedeli nakden ödenebileceği gibi, satın alan firmanın hisse senetlerinin verilmesi yoluyla da ödeme yapılabilir, karma ödeme yolları da bulunabilir. Nakden ödeme yapılması halinde paranın nereden ve nasıl sağlanacağı ayrı bir sorundur. Kredi kullanarak firma satın alınması (Leveraged Buy- Out kısaca LBO), yaygın bir yöntem olarak gelişmiş ekonomilerde özellikle A.B.D.'de uygulanmaktadır.

2.8.1.1. Nakit Ödeme

Ödemenin en basit şekli nakit ödemedir. Devir alınan firma hissedarları için çabukluğu, devir alınan firma için de kesin bir değer olması açısından avantajlıdır. Hedef firma için temel dezavantajı sermaye kazancından doğan vergi yükümlülüğünün anında gerçekleşmesidir. Nakden ödeme durumunda kaldığı takdirde şirket, yine sermaye artışına gidebilir, ancak yeni çıkarılacak pay senedinin sermaye piyasasında satılması (reklam, bankalara ödenecek komisyon v.b. nedenlerden dolayı) sermaye maliyetini artırır.¹⁰⁸

Nakit ödeme alıcı firmanın likiditesini tehlikeye atabilir ve firmanın birleşme için arzu etmediği tip muhasebe yöntemine zorlayabilir. Muhasebe ve vergi konuları bu konuda en temel soru işaretleri olmaktadır.¹⁰⁹

Alıcı firma, birleşmeyi satıcı firma açısından çekici hale getirmek için (özellikle bedelin nakden ödenmesi halinde) şarta bağlı ilave ödemeler yapmak konusunda taahhütte bulunabilir. Birleşmeden sonra varlığını sürdüren firmanın performansının, faaliyet sonuçlarının, önceden saptanmış standartları aşması halinde,

¹⁰⁷ NETHERTON D.N.D., REYNOLDS J.R., HODSON D.H., *"Mergers and Acquisitions The Complete Guide to Principles and Practice"* London: Gee & Co.Ltd.,1986,B9/1.

¹⁰⁸ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.888.

¹⁰⁹ EARL Peter, FISHER Frederick G., a.g.e., s.105.

anlaşma gereğince alıcı firma, satıcı firmanın ortaklarına ek ödemeler yapabilir. Bu şekilde firmalarını satan kişiler, ileriki yıllarda da birleşmenin sağlayacağı yararlarından pay almak olanağını elde edebilirler.¹¹⁰

2.8.1.2. Pay Senedi Değişimi

Firma birleşmelerinde en genel ödeme aracı pay senedir. Alıcı firmanın, nakit ödeme yerine devir alınacak firma ortaklarına alıcı firmanın pay senetlerinin verilmesi suretiyle gerçekleştirilir. Hatta, karşılıklı pay senedi verilecek her iki firmanın da ayrı şirketler olarak çalışmaya devam etmeleri istenebilir.¹¹¹ Pay senedi vermek yoluyla yapılacak ödemenin üstün yönü, alıcı yönünden bir finansman sorunu yaratmamasıdır. Alıcı durumda olan anonim şirket sermaye artışına giderek, artan sermaye nedeniyle çıkarılacak pay senetlerini, diğer bir firmanın satın alınmasında kullanabilir. Şirket borçlanarak diğer bir firmayı satın alabilecek durumda iken, pay senedi vermek yoluyla devralırsa, kaldıraç faktöründen yararlanmak etkisi azalacağı gibi, satın alan şirketin ortakları da, birleşmenin sağlayacağı yararları gelecekte yeni ortaklarla paylaşmak durumunda kalır. Bedeli pay senedi olarak almanın sakıncalı yönü, pay senedinin piyasa fiyatının ileride düşmesi olasılığıdır. Ama aynı zamanda üstün yönü, birleşmenin sağlayacağı yararlarından ileride pay almak olanağının bulunmasıdır.

Hedef firmanın hissedarlar için, birleşme sonucunda pay senedi kabul edilmesi durumunda, herhangi bir sermaye kazancı vergi yükümlülüğü hisse senetleri satılana kadar ertelenmiş olacaktır. Yeni hisseler, öncekilerle alışılmış kâr payına elverişliliğiyle normal olarak aynı hızda olacak ve bu hisseler öncekilerin sahip olduğu tüm hakları da taşıyacaktır. Görüşmeler sırasında, pazarlanabilir ve borsaya kote edilmiş olan hisselerin hedef firma açısından değerinin belirlenmesi kolaydır. Buna rağmen görüşmeler sırasındaki zaman diliminde hisse senedi fiyatlarında büyük çapta dalgalanmalar olabileceği gerçeği de hedef firma hissedarları tarafından alıcı firmayı daha uzun vadede değerlendirme ihtiyacını doğurur.¹¹²

¹¹⁰ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.888.

¹¹¹ SARIKAMIŞ Cevat, a.g.e., s.9.

¹¹² NETHERTON D.N.D., REYNOLDS J.R., HODSON D.H., a.g.e., s.B9/3.

Hisse senedi karşılığı alımlarda, her iki firmanın hisse senetlerinin hangi oranda el değıştireceğini gösteren değışim oranının (exchange ratio) belirlenmesi gerekir.

2.8.1. 3. Kredi ile Finansman (Leveraged Buy Out)

Satın alan firmanın yeterli nakdi olmaması halinde, banka kredisi kullanarak hatta kredi almada satın alacağı firmanın varlıklarını dahi teminat olarak göstererek; daha açık bir deyişle firmanın alacaklarını, stoklarını, taşınmaz mallarını rehin ederek veya gelecekte sağlayacağı nakit akışını güvence olarak göstererek, kredi kullanabilir.

Bankalar, firma satın alınması için kredi verirlerken, genellikle satın alınacak firmanın varlıklarının değerine, nakit yaratma kapasitesine, alış fiyatı ile varlık değeri ve nakit yaratma kapasitesi arasında uyum bulunup bulunmadığına dikkat ederler. Alış fiyatı, satın alınacak firmanın yaratacağı yıllık nakit akışının belli katını (örneğin dört veya beş katını) ve varlıkların piyasa değerini aşmamalıdır. Firmanın niçin satıldığı, bankaların kredilendirmede dikkate aldığı diğer bir faktördür. Satın alıcı için, firma satın alınmasında banka kredisi kullanılmasının çekici yönü, satın alınan firmanın mevcut varlıklarının bir bölümünün (para mevcudunun, alacakların factoring kurumlarına satışının, duran varlıkların gereksinme fazlasının) kredinin geri ödenmesinde kullanılması ve firmaca yaratılacak nakit akışı ile geri kalan borç servisinin yerine getirilmesidir.

Bankalar, firma satın alınması için kredi verilmesini riskli gördüklerinden, faiz oranlarını daha yüksek tutabilecekleri gibi, maddi teminatlar alabilirler; hatta satın alınacak şirketin pay senetlerinin bir bölümünü isteyebilirler, kendilerine imtiyazlı pay senedi verilmesini yeğleyebilirler. Kredi kullanımında bu tür koşullar, doğal olarak satın alan açısından, kredi kullanarak şirket alınmasının çekiciliğini azaltan etmenlerdir.¹¹³

¹¹³ AKGÜÇ Öztin, a.g.e., s.889.

2.8.2. BİRLEŞMELERDE DEĞİŞİM ORANININ BELİRLENMESİ

Değişim oranı, alınan firmanın bir hisse senedi için, alıcı firma tarafından verilecek hisse senedi sayısı olarak tanımlanmaktadır. Satın alınan firma hisseleri karşılığı, alıcı firma tarafından çıkarılacak veya verilecek pay oranı, görüşmelerin özünü taşımaktadır. Değişim oranının sözkonusu olduğu birleşmeler kâra ve ana yapıya bağlıdır. Bu yapıya etkiyen iç değişkenleri zaman, fiyat ve risk olarak sıralayabiliriz. Değişim oranının belirlenmesinde başlıca faktörler cari pazar fiyatı, birleşmeyle beklenen kazanç (sinerji), birleşme sonrası oluşacak tahmini hisse senedi pazar fiyatıdır.

Aşağıda verilen örneklerde birleşen iki firmanın, finansmanının pay senedi değişimi yoluyla karşılanması durumunda çeşitli alternatifler üzerinde çalışılmıştır. Pay değişim oranlarının $\frac{1}{4}$, $\frac{1}{2}$, $\frac{1}{1}$ ve Fiyat / Kazanç oranlarının 18, 22, 26, 30 durumunda oluşan birleşme örnekleri incelenmiştir.¹¹⁴

¹¹⁴ LEWIS ShermanL., *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc.,1986, s.154.

ÖRNEK 4. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4, Fiyat / Kazanç Oranı 30 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/4), F/K Oranı 30** olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayılarının da aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2 \$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$ olur. Her iki şirketin F/K oranlarını aşağıdaki formülden hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 çıkmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10$$

Birleşen firma;

$$\begin{aligned} \text{Hisse Senedi Sayısı} &= \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi} \\ &\quad \text{Sayısı} \times \text{Pay Senedi Değişim Oranı}) \\ &= 1000 + (1000 \times \frac{1}{4}) \\ &= 1250 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{HBK} &= \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 3000 \$ / 1250 \\ &= 2.4 \$ \end{aligned}$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 30$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2.4 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 30 \times 2.4\$ = 72 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranınının 30 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kâr 2.4 \$ ve Pazar fiyatı 72 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1250 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1250 \times 72 \$ \\ &= 90.000 \$ \end{aligned}$$

olmaktadır. Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$ \text{ dır.}$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
 \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
 &= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
 &= 0.01
 \end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
 \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
 &= 3000 \$ / 90.000 \$ \\
 &= 0.033
 \end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 90.000 \$ olarak hesaplanmış ve birleşme sonucu 30.000 \$ 'lık bir kazanç meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 72.000 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 72.000 - 50.000 = 22.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kâr 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısı 1000 adettir. X firmasının Net geliri 2400 \$'dır. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında +400 \$ kazanç görülmektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 18.000\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 18.000 - 10.000 = 8.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 250 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 600 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında -400 \$'lık bir fark görülür ki bu Y firması açısından birleşmenin X firmasında olduğu gibi ilk anda olumlu etkisi görülmemektedir. Ancak Y firmasının net geliri X firmasının net gelirinden az olması nedeniyle, hisse başına kâr da az olmaktadır. Hesaplanan değerler Tablo IV'de verilmiştir.

TABLO IV. Pay Senedi Değişim Oranı ¼, Fiyat / Kazanç Oranının (30) Sabit Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1250	1/4
HBK (\$)	2	1	2.4	3000/1250
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	72	F/K 30 (x 2.4 \$)
F/K Oranı	25	10	30	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	90.000	30.000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%3.33	
Birleşme Sonrası				
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	250 adet	1250 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	72	72	72	
Toplam Değer (\$)	72.000	18.000	90.000	
Kazanç 1 (\$)	22.000	8000	30.000	
Net Gelir (\$)	2400	600	3000	
Kazanç 2 (\$)	400	-400	0	

Kaynak: ShermanL.Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc., 1986, s. 155.

ÖRNEK 5. Pay Senedi Değişim Oranı 1/2, Fiyat / Kazanç Oranı 30 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/2), F/K Oranı 30** kabul edilmiştir. İki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayıları aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2 \$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$'dır. Birleşme sonrası pay başına 2 \$ kazanç elde etmesi beklenmektedir. Her iki şirketin F/K oranlarını hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 olmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

$$\begin{aligned} \text{Hisse Senedi Sayısı} &= \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi Sayısı} \times \\ &\quad \text{Pay Senedi Değişim Oranı}) \\ &= 1000 + (1000 \times \frac{1}{2}) \\ &= 1500 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{HBK} &= \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 3000 \$ / 1500 \\ &= 2 \$ \end{aligned}$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 30$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 30 \times 2 \$ = 60 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranınının 30 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kâr 2 \$ ve Pazar fiyatı 60 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1500 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1500 \times 60 \$ \\ &= 90.000 \$ \end{aligned}$$

olmaktadır. Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$ \text{ dir.}$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
&= 0.01
\end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 3000 \$ / 90.000 \$ \\
&= 0.033
\end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 90.000 \$ (Birleşme sonrası pay senedi sayısı x Pay senedi Fiyatı) olarak hesaplanmış ve burada birleşme sonucu 30.000 \$ kazanç meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 60.000 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 60.000 - 50.000 = 10.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kâr 2\$ olmaktadır. birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 2000 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında bir değişiklik görülmemektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 30.000\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 30.000 - 10.000 = 20.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 500 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 1000 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında bir kazanç görülememektedir.

Pay senedi değişim oranı ¼ olan örnek ile karşılaştırdığımızda X firmasının 12.000 \$ pazar kazancı Y firmasına kayarken, X firmasına gerçekleşmiş olan 400\$ net gelir transferi ise elimine olmuştur. Buna rağmen, Y firmasının net gelirden de kazanç sağlaması için halâ daha iyi bir değişim oranı gereklidir. Hesaplanan değerler Tablo V'de verilmiştir.

TABLO V. Pay Senedi Değişim Oranı ½ , Fiyat / Kazanç Oranının Sabit, Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1500	1/2
HBK (\$)	2	1	2	3000/1500
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	60	F/K 30 (x 2\$)
F/K Oranı	25	10	30	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	90.000	30.000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%3.33	
Birleşme Sonrası	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	500 adet	1500 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	60	60	60	
Toplam Değer (\$)	60.000	30.000	90.000	
Kazanç 1 (\$)	10.000	20.000	30.000	
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	
Kazanç 2 (\$)	0	0	0	

Kaynak: Sherman L. Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc., 1986, s.155

ÖRNEK 6. Pay Senedi Değişim Oranı 1/1, Fiyat / Kazanç Oranı 30 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/1), F/K Oranı 30** olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayılarının da aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2 \$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$ olur. Her iki şirketin F/K oranlarını aşağıdaki formülden hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 çıkmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

$$\text{Hisse Senedi Sayısı} = \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi Sayısı} \times$$

$$\text{Pay Senedi Değişim Oranı})$$

$$= 1000 + (1000 \times 1/1)$$

$$= 2000$$

$$\text{HBK} = \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

$$= 3000 \$ / 2000$$

$$= 1.5 \$$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2 \$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1 \$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 30$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1.5 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 30 \times 1.5 \$ = 45 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranınının 30 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kâr 1.5 \$ ve Pazar fiyatı 45 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 2000 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 2000 \times 45 \$ \\ &= 90.000 \$ \end{aligned}$$

Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 2000 olan yeni firmanın piyasa değeri ise 90.000\$ olur. Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$ \text{ dir.}$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
&= 0.01
\end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 3000 \$ / 90.000 \$ \\
&= 0.033
\end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 90.000 \$ olarak hesaplanmış ve birleşme sonucu 30.000 \$ bir kazanç meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 45.000 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 45.000 - 50.000 = -5.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 1.5 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 1500 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında -500 \$ bir zarar görülmektedir. Bu nedenle bu alternatifin X firması için uygun olmadığı görülmektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 45.000\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 45.000 - 10.000 = 35.000 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 1.5 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 1500 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında +500 \$ bir kazanç görülmektedir. Y firması için uygun bir alternatif olan bu örnek, X firması tarafından kabul edilecek uygun şartları sağlamamaktadır. Hesaplanan değerler Tablo VI'da verilmiştir.

TABLO VI. Pay Senedi Değişim Oranı 1/1 , Fiyat / Kazanç Oranının Sabit, Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	2000	1/1
HBK (\$)	2	1	1.5	3000/2000
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	45	F/K 30 (x 1.5 \$)
F/K Oranı	25	10	30	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	90.000	30.000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%3.33	
Birleşme Sonrası	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	1000 adet	2000 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	45	45	45	
Toplam Değer (\$)	45.000	45.000	90.000	
Kazanç 1 (\$)	-5.000	35.000	30.000	
Net Gelir (\$)	1500	1500	3000	
Kazanç 2 (\$)	-500	+500	0	

Kaynak: ShermanL.Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc.,1986, s.156

Tablo VII. Fiyat/Kazanç Oranını Sabit (30) Olması Durumunda Pazar Kazancı ve Net Kazanç Karşılaştırması

PAY SENEDİ DEĞİŞİM ORANI	PAZAR KAZANCI		NET KAZANÇ		PAZAR FİYATI
	X FİRMASI	Y FİRMASI	X FİRMASI	Y FİRMASI	
1/4	22 \$	8 \$	400 \$	-400 \$	72 \$
1/2	10 \$	20 \$	0 \$	0 \$	60 \$
1/1	-5 \$	35 \$	-500 \$	500 \$	45 \$

Kaynak: Sherman L. Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc., 1986, s.156

Tablo VII.'de görüldüğü üzere Fiyat / Kazanç oranını sabit tutarak, pay senetleri değişim oranını 1/4, 1/2, 1/1 olarak pazar kazancı, net kazanç ve pazar fiyatları üzerine bir inceleme yaptığımızda birleşme koşullarını sağlayacak uygun değerlere ulaşamadığı görülmektedir. X firmasının pazar ve net kazancının yüksek olduğu durumlarda, Y firmasının birleşme koşullarını kabul edecek finansal şartlar oluşmamaktadır. Aynı şekilde diğer örnekte de X firması için uygun koşullar sağlanamamaktadır.

Pay senedi değişim oranını sabit tutarak, Fiyat / Kazanç oranını değişken kabul ederek çeşitli alternatifler üzerinde birleşme çalışmaları yapılabilmektedir. Çalışmamızda pay değişim oranını 1/4 ve Fiyat / Kazanç oranını 18, 22 ve 26 aldığımızda bu değerlerin X ve Y firmaları açısından birleşme koşulları incelenecektir.

ÖRNEK 7. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4, Fiyat / Kazanç Oranı 18 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/4), F/K Oranı 18** olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayılarının da aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2 \$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$ olur. Her iki şirketin F/K oranlarını aşağıdaki formülden hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 çıkmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

Hisse Senedi Sayısı = X firması Hisse Senedi Sayısı + (Y firması Hisse Senedi Sayısı x

Pay Senedi Değişim Oranı)

$$= 1000 + (1000 \times \frac{1}{4})$$

$$= 1250$$

HBK = Net Gelir / Hisse Senedi Sayısı

$$= 3000 \$ / 1250$$

$$= 2.4 \$$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2.\$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 18$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2.4 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 18 \times 2.4\$ = 43.2 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranının 18 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve Pazar fiyatının 43.2 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1250 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1250 \times 43.2 \$ \\ &= 54.000 \$ \end{aligned}$$

Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$' dır.$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
&= 0.01
\end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 3000 \$ / 54.000 \$ \\
&= 0.055
\end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 54.000 \$ olarak hesaplanmış ve burada birleşme sonucu -6.000 \$ bir zarar meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 43.200 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 43.200 - 50.000 = -6.800 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kâr 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 2400 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında +400 \$ bir kazanç görülmektedir. X firması birleşme öncesi değerini de kaybetmektedir. Bu nedenle istediğimiz uygun alternatif olmadığı görülmektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 10.800\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 10.800 - 10.000 = 800 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 250 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 600 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında -400 \$ zarar görülmektedir. Y firmasının kazancında büyük artış olmamakla birlikte, Kazanç 2 olarak adlandırdığımız Birleşme Sonrası Net Gelir - Birleşme Öncesi Net Gelir = 600\$- 1000\$ = -400 \$ bir zarar görülmektedir. Hesaplanan değerler Tablo VIII'de verilmiştir.

TABLO VIII. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4 Sabit, Fiyat / Kazanç = 18 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1250	1/4
HBK (\$)	2	1	2.4	3000/1250
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	43.2	F/K 18 (x 2.4 \$)
F/K Oranı	25	10	18	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	54.000	6000 \$ Kayıp
Verim	%4	%10	%5.55	
Birleşme Sonrası	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	250 adet	1250 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	43.2	43.2	43.2	
Toplam Değer (\$)	43.200	10.800	54.000	
Kazanç 1 (\$)	-6.800	+8.00	-6.000	
Net Gelir (\$)	2400	600	3000	
Kazanç 2 (\$)	+400	-400	0	

Kaynak: Sherman L. Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc., 1986, s.157

ÖRNEK 8. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4, Fiyat / Kazanç Oranı 22 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/4), F/K Oranı 22** olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayılarının da aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2\$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$ olur. Her iki şirketin F/K oranlarını aşağıdaki formülden hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 çıkmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

$$\text{Hisse Senedi Sayısı} = \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi Sayısı} \times$$

$$\text{Pay Senedi Değişim Oranı})$$

$$= 1000 + (1000 \times \frac{1}{4})$$

$$= 1250$$

$$\text{HBK} = \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

$$= 3000 \$ / 1250$$

$$= 2.4 \$$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 22$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2.4 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 22 \times 2.4\$ = 52.8 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranının 22 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve Pazar fiyatının 52.8 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1250 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1250 \times 52.8 \$ \\ &= 66.000 \$ \end{aligned}$$

Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$' dır.$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
&= 0.01
\end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 3000 \$ / 66.000 \$ \\
&= 0.045
\end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 66.000 \$ olarak hesaplanmış ve burada birleşme sonucu +6.000 \$ bir kâr meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 52.800 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 52.800 - 50.000 = +2.800 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 2400 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında +400 \$ bir kâr görülmektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 13.200\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 13.200 -10.000 = 3200 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 250 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 600 \$ olması demektir. Kazanç 2 olarak adlandırdığımız Birleşme Sonrası Net Gelir - Birleşme Öncesi Net Gelir = 600\$- 1000\$ = -400 \$ bir zarar görülmektedir. Hesaplanan değerler Tablo IX'da verilmektedir.

TABLO IX. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4 Sabit, Fiyat / Kazanç = 22 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1250	1/4
HBK (\$)	2	1	2.4	3000/1250
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	52.8	F/K22 (x 2.4 \$)
F/K Oranı	25	10	22	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	66.000	6000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%4.55	
Birleşme Sonrası	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	250 adet	1250 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	52.8	52.8	52.8	
Toplam Değer (\$)	52.800	13.200	66.000	
Kazanç 1 (\$)	+2.800	+3.200	+6.000	
Net Gelir (\$)	2400	600	3000	
Kazanç 2 (\$)	+400	-400	0	

Kaynak:ShermanL.Lewis,Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities,USA: Greenwood Press Inc.,1986,s.157

ÖRNEK 9. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4, Fiyat / Kazanç Oranı 26 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının pay senedi değişim oranı (1/4), F/K Oranı 26 olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 3000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir. X ve Y firmalarının hisse senedi sayılarının da aynı ve 1000 adettir. Bu durumda X firmasının hisse başına kârı 2\$, Y firmasının hisse başına kârı 1 \$ olur. Her iki şirketin F/K oranlarını aşağıdaki formülden hesapladığımızda X firmasının F/K oranı 25, Y firmasının F/K oranı ise 10 çıkmaktadır.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

$$\begin{aligned} \text{Hisse Senedi Sayısı} &= \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi Sayısı} \times \\ &\quad \text{Pay Senedi Değişim Oranı}) \\ &= 1000 + (1000 \times \frac{1}{4}) \\ &= 1250 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{HBK} &= \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 3000 \$ / 1250 \\ &= 2.4 \$ \end{aligned}$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 26$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2.4 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 26 \times 2.4\$ = 62.4 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranınının 26 kabul edildiği bu örnekte; birleşme sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve Pazar fiyatınının 62.4 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1250 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1250 \times 62.4 \$ \\ &= 78.000 \$ \end{aligned}$$

Oysa birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$' dır.$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
&= 0.01
\end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
\text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
&= 3000 \$ / 78.000 \$ \\
&= 0.038
\end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 78.000 \$ olarak hesaplanmış ve burada birleşme sonucu +18.000 \$ bir kâr meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$ iken, birleşme sonrası 62.400 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 62.400 - 50.000 = +12.400 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 2400 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme öncesi net gelir ile birleşme sonrası net gelir arasında +400 \$ bir kâr görülmektedir. X firması için hem toplam değerinde bir artış görülmekte aynı zamanda da net gelirinde de olumlu etki göstermektedir.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 15.600\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 15.600 - 10.000 = 5600 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 2.4 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 250 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin 600 \$ olması demektir. Kazanç 2 olarak adlandırdığımız Birleşme Sonrası Net Gelir - Birleşme Öncesi Net Gelir = 600\$- 1000\$ = -400 \$ bir zarar görülmektedir. Bu durumda Y firması içinde bu birleşme cazipliğini kaybetmektedir. Hesaplanan değerler Tablo X'da verilmektedir.

TABLO X. Pay Senedi Değişim Oranı 1/4 Sabit, Fiyat / Kazanç = 26 Olması Durumunda Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	AÇIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	3000	Ek kazanç yok
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1250	1/4
HBK (\$)	2	1	2.4	3000/1250
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	62.4	F/K26 (x 2.4 \$)
F/K Oranı	25	10	26	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	78.000	18.000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%63.85	
Birleşme Sonrası				
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	250 adet	1250 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	62.4	62.4	62.4	
Toplam Değer (\$)	62.400	15.600	78.000	
Kazanç 1 (\$)	+12.400	+5.600	+18.000	
Net Gelir (\$)	2400	600	3000	
Kazanç 2 (\$)	+400	-400	0	

Kaynak:ShermanL.Lewis,Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities,USA: Greenwood Press Inc.,1986,s.158

Tablo XI. Fiyat/Kazanç Oranının Değişken Olması Durumunda Pazar Kazancı ve Net Kazanç Karşılaştırması

FİYAT/KAZANÇ ORANI	PAZAR KAZANCI		NET KAZANÇ		PAZAR FİYATI
	X FİRMASI	Y FİRMASI	X FİRMASI	Y FİRMASI	
18	+6800 \$	+ 800 \$	+400 \$	-400 \$	43.2 \$
22	+2800 \$	+3200 \$	+400 \$	-400 \$	52.8 \$
26	+12400 \$	+5600 \$	+400 \$	-400 \$	62.4 \$
30	+22000 \$	+8000 \$	+400 \$	-400 \$	72.0 \$

Kaynak: ShermanL.Lewis,*Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*,USA: Greenwood Press Inc.,1986,s.158

Pay senedi değişim oranının 1/4 ve F/K Oranının 18, 22, 26 ve 30 olduğu durumlar hesaplanarak, Tablo XI'de karşılaştırılmıştır.

Tablo. XI'de görüldüğü üzere, sabit pay senetleri değişim oranı 1/4 olarak kabul ederek Fiyat / Kazanç oranlarının değiştirilmesi sonucu pazar kazancı, net kazanç ve pazar fiyatlarında birleşme koşullarını sağlayacak uygun değerlere ulaşılamadığı görülmektedir. X firmasının pazar ve net kazancının yüksek olduğu durumlarda, Y firmasının birleşme koşullarını kabul edecek finansal şartlar oluşmamaktadır. Y firması net kazançlara bakıldığında zararda görülmektedir. Bu sebeple en uygun birleşme şartlarını oluşturan değerler uzun çalışma dönemleri sonucunda iki firmanın kabul edebileceği rakamlara gelmektedir.

X ve Y firması için uygun birleşme şartlarını; pay değişim oranı 1/3, net gelir kazancının 2000\$ ve Fiyat / Kazanç = 18 olduğu örnekte sağlamaktadır. İki firma içinde birleşme avantajı, pazar ve net gelir artışı olarak Tablo XII'de görülmektedir.

ÖRNEK 10. Pay Senedi Değişim Oranı 1/3, Fiyat / Kazanç Oranı 18, Yıllık Net Gelir Kazancının 2000 \$ Olması Durumunda, Birleşme Sonrası Pazar Değeri ve Net Gelir Kazancının Hesaplanması

Yıllık net geliri 2000 \$ olan X firması ile yıllık geliri 1000 \$ olan Y firmasının **pay senedi değişim oranı (1/3), F/K Oranı 18** olarak birleşmelerini incelediğimizde, her iki firmanın birleşme sonucu 5000 \$ net gelir elde etmesi beklenmektedir.* X ve Y firmalarının hisse senedi sayıları 1000 adettir.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kâr}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Pazar Fiyatı}$$

X firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 50 = 50.000 \$$$

$$F/K = 50.000\$ / 2000 \$ = 25 \text{ olmaktadır.}$$

Y firması için ;

$$\text{Piyasa Değeri} = 1000 \times 10 = 10.000 \$$$

$$F/K = 10.000\$ / 1000 \$ = 10 \text{ olmaktadır.}$$

Birleşen firma;

$$\text{Hisse Senedi Sayısı} = \text{X firması Hisse Senedi Sayısı} + (\text{Y firması Hisse Senedi Sayısı} \times$$

$$\text{Pay Senedi Değişim Oranı})$$

$$= 1000 + (1000 \times 1/3)$$

$$= 1333$$

$$\text{HBK} = \text{Net Gelir} / \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

$$= 5000 \$ / 1333$$

$$= 3.75 \$$$

X firmasının pazar fiyatı;

$$\text{X firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 25$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 2 \$$$

$$\text{X firmasının pazar fiyatı} = 25 \times 2\$ = 50 \$$$

Y firmasının pazar fiyatı;

$$\text{Y firmasının birleşme öncesi F/K oranı} = 10$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 1 \$$$

$$\text{Y firmasının pazar fiyatı} = 10 \times 1\$ = 10 \$$$

Birleşen firma pazar fiyatı;

$$\text{Birleşme sonrası F/K oranı} = 18$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = 3.75 \$$$

$$\text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} = 18 \times 3.75\$ = 67.5 \$$$

İşletme birleşme sonrası F/ K oranının 18; birleşme sonrası pay başına kârın 3.75 \$ ve Pazar fiyatının 67.5 \$ olmaktadır. Bu birleşme sonrası pay senedi sayısı 1333 olan yeni firmanın piyasa değeri;

$$\begin{aligned} \text{Piyasa değeri} &= \text{Pay Senedi Sayısı} \times \text{Birleşen firmanın pazar fiyatı} \\ &= 1333 \times 67.5 \$ \\ &= 90.000 \$ \end{aligned}$$

Birleşmeden önce;

$$\text{X firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 50 \times 1000 = 50.000 \$$$

$$\text{Y firmasının piyasa değeri} = \text{Pazar Fiyatı} \times \text{Pay Sayısı} = 10 \times 1000 = 10.000 \$' dır.$$

X firmasının verimi ;

$$\begin{aligned} \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\ &= 2000 \$ / 50.000 \$ \\ &= 0.04 \end{aligned}$$

Y firmasının verimi ;

$$\begin{aligned}
 \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
 &= 1000 \$ / 10.000 \$ \\
 &= 0.01
 \end{aligned}$$

Birleşen firmanın verimi ;

$$\begin{aligned}
 \text{Verim} &= \text{Net Gelir} / \text{Firma Değeri} \\
 &= 5000 \$ / 90.000 \$ \\
 &= 0.055
 \end{aligned}$$

Birleşme öncesi X ve Y firmalarının piyasa değerleri toplam 60.000 \$ iken birleşme sonrası 90.000 \$ olarak hesaplanmış ve burada birleşme sonucu +30.000 \$ bir kazanç meydana gelmiştir.

X firmasının birleşme öncesi toplam değeri 50.000 \$, birleşme sonrası değeri 67.500 \$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 67.500 - 50.000 = 17.500 \$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 3.75\$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 1000 adet hesaplanması, X firmasının Net gelirin 3750 \$ olması demektir. Bu şartlarda birleşme sonrası net geliri 1750 \$ artmaktadır.

Y firması için de birleşme öncesi toplam değeri 10.000\$ iken, birleşme sonrası 22.500\$ olmuştur. Kazanç 1 olarak adlandırdığımız değer; Birleşme Sonrası Toplam Değer - Birleşme Öncesi Toplam Değer = 22.500 - 10.000 = 12.500\$'dır. Birleşme Sonrası pay başına kârın 3.75 \$ ve birleşme sonrası pay senedi sayısının 333 adet hesaplanması, Y firmasının Net gelirin = 3.75 x 333 = 1250 \$ olması demektir. Kazanç 2 olarak adlandırdığımız; Birleşme Sonrası Net Gelir - Birleşme Öncesi Net Gelir = 1250\$- 1000\$ =250 \$'dır.

Bu birleşme çalışması X ve Y firmaları açısından kazançlı olmaktadır. Sinerji, firmaların pazar değeri ve net gelir artışındaki yüzde oranlarında görülmektedir

X firmasının pazar değeri artışı;

$$\begin{aligned} \text{X firmasının birleşme öncesi pazar değeri} &= 50.000 \$ \\ \text{X firmasının birleşme sonrası pazar değeri} &= 67.500 \$ \\ \text{X firmasının pazar değeri artış yüzdesi} &= \frac{67.500 - 50.000}{50.000} = 0.35 \end{aligned}$$

X firmasının net gelir artışı;

$$\begin{aligned} \text{X firmasının birleşme öncesi net geliri} &= 2000 \$ \\ \text{X firmasının birleşme sonrası net geliri} &= 3750 \$ \\ \text{X firmasının net gelir artış yüzdesi} &= \frac{3750 - 2000}{2000} = 0.875 \end{aligned}$$

Y firmasının pazar değeri artışı;

$$\begin{aligned} \text{Y firmasının birleşme öncesi pazar değeri} &= 10.000 \$ \\ \text{Y firmasının birleşme sonrası pazar fiyatı} &= 22.500 \$ \\ \text{Y firmasının pazar değeri artış yüzdesi} &= \frac{22.500 - 10.000}{10.000} = 1.25 \end{aligned}$$

Y firmasının net gelir artışı;

$$\begin{aligned} \text{Y firmasının birleşme öncesi net geliri} &= 1000 \$ \\ \text{Y firmasının birleşme sonrası net geliri} &= 1250 \$ \\ \text{Y firmasının net gelir artış yüzdesi} &= \frac{1250 - 1000}{1000} = 0.25 \end{aligned}$$

Birleşen firmanın pazar değeri artışı;

$$\begin{aligned} \text{Birleşme öncesi firmanın pazar değeri} &= 60.000 \$ \\ \text{Birleşme sonrası firmanın pazar değeri} &= 90.000 \$ \\ \text{Birleşen firmasının pazar değeri artış yüzdesi} &= \frac{90.000 - 60.000}{60.000} = 0.5 \end{aligned}$$

Her iki firmada tüm bu birleşme alternatifleriyle ilgili örneklerde görüldüğü üzere değişkenler; F/K Oranı, Pay Değişimi Oranı, Net gelir kazancı, Hisse senedi sayısında yapılan düzeltmelerle uygun birleşme şartları sağlanabilmektedir. Hesaplanan değerler Tablo XII'de verilmiştir.

TABLO XII. Uygun Birleşme Şartlarının Sağlandığı (Pay Değişim Oranı 1/3, Net Gelirdeki Kazancının 2000\$ ve F/K=18) Durumda Pazar Değeri ve Net Gelir Artışının Hesaplanması

Birleşme Öncesi	X FIRMASI	Y FIRMASI	BİRLEŞEN FIRMA	ACIKLAMALAR
Net Gelir (\$)	2000	1000	5000	2000 \$ Kazanç
Hisse Senedi Sayısı	1000	1000	1333	1/3
HBK (\$)	2\$	1	3.75	5000/1333
Pazar Fiyatı (\$)	50	10	67.5	F/K18 (x 3.75 \$)
F/K Oranı	25	10	18	Varsayım
Toplam Değer (\$)	50.000	10.000	90.000	30.000 \$ Kazanç
Verim	%4	%10	%5.5	
Birleşme Sonrası				
Pay Senedi Sayısı	1000 adet	333 adet	1333 adet	
Pay Senedi Fiyatı (\$)	67.5	67.5	67.5	
Toplam Değer (\$)	67.500	22.500	90.000	
Kazanç 1 (\$)	+17.500	+12.500	+30.000	
Net Gelir (\$)	3750	1250	5000	
Kazanç 2 (\$)	+1750	+250	2000	
Pazar Değeri Artışı	%35	%125	%50	
Net Gelir Artışı	% 87.5	% 25	% 67	

Kaynak: Sherman L. Lewis, *Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities*, USA: Greenwood Press Inc., 1986, ss.161-162

3.BÖLÜM

BİRLEŞMENİN HUKUK, VERGİ VE MUHASEBE AÇISINDAN İNCELENMESİ

3.1. HUKUKİ YÖNDEN İNCELENMESİ

Türk Ticaret Kanununun 146'ncı maddesinde, ticaret şirketlerinin geneline uygulanmak üzere birleşme “iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbirleriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yada daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer ticaret şirketine katılmasından ibarettir” şeklinde tanımlanmıştır.¹¹⁵

Türk Ticaret Kanunu'na göre şirket birleşmesinin şartları T.T.K. 146-151 ve Anonim şirketlerin birleşmelerini düzenleyen şartlar T.T.K. 451-452 maddeleriyle belirlenmiştir.

3.1.1. Birleşme Şartları

Türk Ticaret Kanunu'nun 146-151'nci maddelerine göre birleşme şartları şu şekildedir;

- i. Birleşecek Şirketlerin Türlerinin Aynı Olması: Türk Ticaret Kanununun 147. Maddesine göre birleşme aynı tür şirketler arasında olabilir. Şirketlerin birleşmeler açısından aynı türde sayılması için birleşmenin kollektif ile komandit şirketler ve anonim şirketlerle sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketle arasında olabilir. Buna göre bir anonim ortaklık limited ortaklıkla birleşemez.
- ii. Birleşmenin gerçekleşmesi için, birleşecek şirketlerin şirket sözleşmelerinin değişmesi konusunda usul ve şartlar çerçevesinde, ayrı ayrı karar vermeleri ve bu kararın ilan ve tescil edilmesi gerekmektedir: (T.T.K., Md.148)

¹¹⁵ SAĞLAM Erdoğan, “Birleşme Halinde Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulaması”, *Vergi Dünyası*, Yıl 17, Sayı 197, Ocak 1998, s. 53.

Birleşme kararı, ilan gününden itibaren üç ay sonra geçerlilik ifade eder. Ancak kararın ilanından önce birleşen şirketler borçlarını yerine getirmiş, yada borcu karşılayacak parayı T.C. Merkez Bankası'na yada güvenilir başka bir bankaya yatırmış, alacaklılar şirketlerin birleşmesine razı olmuş ise, birleşme kararı ilan gününden itibaren geçerli olur.

Borç karşılığının bankaya yatırılması halinde bunun ayrıca ilan edilmesi gerekir. Birleşen şirketlerin alacaklılarından her biri, ilandan itibaren üç ay içinde yetkili mahkemeye başvurarak birleşmeye itiraz edebilir. Alacaklılar itiraz hakkından vazgeçmedikçe yada mahkemece takdir edilecek teminat şirket tarafından verilmedikçe birleşme geçerli olmaz.

Alacaklılar, üç ay içerisinde itiraz etmezlerse, birleşme işlemi kesinleşir ve kalan yada yeni kurulan şirket, ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Varlığı sona eren şirketlerin tüm hak ve borçları, kalan veya yeni kurulan şirketçe üstlenilir. (T.T.K.Md.151) Şirketlerin birleşmesinden yeni bir şirket meydana gelmişse, yeni şirketin tescil ve ilanı zorunludur¹¹⁶

iii. Bilanço ve Beyanname Düzenlenmesi: Birleşen şirketlerin her biri, aralarında saptayacakları bir örneğe göre düzenleyecekleri bilançoları ilan etmeye ve birleşme nedeniyle varlıkları sona eren şirketlerin ise ayrıca kendilerine ait borçların ne suretle ödeneceğine dair düzenleyecekleri beyannameyi bilanço ile birlikte ilana mecburdurlar. (T.T.K., Md. 149)

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANİZASYON MERKEZİ**

¹¹⁶ AKGÜÇ Öztin , a.g.e., s. 896.

3.1.2. Birleşme Yöntemleri

Birleşmede izlenecek yöntemleri şu şekilde sıralayabiliriz;¹¹⁷

i. Hazırlık İşlemleri

- a. “Birleşme Sözleşmesi” yapılmasının kabulü için, katılan, devrolan veya birleşen şirketlerin genel kurullarının ayrı ayrı toplantıya çağırılması,
- b. “Birleşme Sözleşmesi”nin düzenlenmesi,
- c. Sanayi ve Ticaret Bakanlığının izni,
- d. Sermaye artırım kararının alınması.

ii. Tescil İşlemleri

- a. Yerel Ticaret Siciline tescil,
- b. Birleşme kararının tescili,
- c. Devralan şirketin esas mukavelesindeki değişikliklerin tescili,
- d. Devralan şirketin sermaye artırım kararının tescili,
- e. Katılan şirketin tescili,
- f. Borçların ödenmesi ile ilgili taahhüt yazısı,
- g. Birleşme bilançosunun ilan edilmesi.

3.1.3. Birleşmenin Hükümleri

Birleşme kararı, ilan gününden başlayarak, üç ay sonra hüküm ifade eder.(T.T.K., Md.150)Verilen bu süre taraf işletmelerin alacaklarını korumak ve mağduriyetlerini önlemek amacıyla, birleşmeye itiraz etmeleri için tanınan bir süredir.

Buna göre birleşen şirketlerin alacaklıları, birleşmenin ilanından itibaren üç ay içinde mahkemeye birleşmenin iptali için itiraz edebilirler. Böyle bir durumda taraflar itirazdan vazgeçmedikçe, itiraz mahkemece uygun bulunmazsa yada mahkemece uygun görülen teminat şirket tarafından verilmedikçe birleşme bir hüküm ifade etmez. (T.T.K., Md.150/3)

¹¹⁷ İPEKÇİ Nizam, “*Şirketler Hukuku İlkeleri*”, İstanbul: “Yayın Yeri Belirtilmemiştir”, 1996, s. 87.

3.2.ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN VERGİ YÖNÜNDEN İNCELENMESİ

Birleşmede, dağılan şirketin varlıkları ve borçları tasfiye edilmez (paraya çevrilmez). Şirketin tüm aktif ve pasif değerleri devralan (birleşilen) şirkete geçer. Bundan sonra devralan şirket, birleşen şirketin alacaklarının ve borçlarının sorumlusu olur. Birleşen (dağılan) şirketin pay sahipleri ise, devralan şirketin ortakları olurlar.

Kurumlar Vergisi Kanununun 37. maddesine göre ancak aşağıdaki koşullar çerçevesinde yapılan birleşmeler "devir" sayılır:

- i. Birleşme sonucunda dağılan kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezleri Türkiye'de bulunacaktır.
- ii. Dağılan kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen (devralan) kurum, bir bütün olarak devralarak ve aynen bilançosuna geçirecektir.
- iii. Birleşilen kurum dağılan kurumun ortaklarına veya sahiplerine devraldığı servet oranında hisse verecektir.

Kurumlar Vergisi Kanununun 36.maddesine göre, "Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebi ile dağılan kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak , birleşmenin tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur".

Devirlerde ise, dağılan kurumun yalnız devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilip doğrudan doğruya birleşmeden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez (KVK Md.38).¹¹⁸

Bir şahıs şirketi ile diğer bir şahıs şirketinin birleşmesi veya devralınması durumunda, birleşen veya devralan şirket tasfiye olmuş sayılır. Böyle bir birleşmeden doğan kâr Gelir Vergisi Kanununun 80/5 maddesine göre vergilendirilir. Şahıs şirketlerinin sermaye şirketleri ile birleşmesi sonucunda ortaya çıkan kâr, 2361 sayılı Gelir Vergisi Kanunundaki koşullar yerine getirilirse vergi dışı tutulabilirler.

¹¹⁸ ALTUĞ Osman, AYBOĞA Hanifi, *Örneklerle Uygulamalı Şirket Kuruluşları*, İstanbul: Evrim Yayınevi, 1996, ss. 164-165.

Gelir Vergisi Kanunundaki koşullara göre, şahıs işletmeleri bilanço esasına göre defter tutmalı şahıs işletmesinin bilançosundaki aktif ve pasifiyle sermaye şirketine devrolmalı, şahıs işletmesinin sahipleri özsermayeleri oranınca devralan şirketten hisse senedi almalıdırlar.

Devir sayılan birleşmelerde, birleşme kârının vergilendirilmesinin yanında 01.01.1985 tarihli ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanununun 37-39. Maddelerinde belirtilen, devir şeklindeki birleşmelerden doğan teslimlerin Katma Değer Vergisinden muaf tutulması avantajlarından sermaye şirketleri yararlanabilmektedirler.

Ayrıca 3239 sayılı ve 01.01.1986 tarihli Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 7.Madde 14. Fıkrasında devir öncesi bilançosunda görülen zararların devralan kurumca beyan edilecek kurum kazancından %10 vergi ödemek suretiyle indirilmesine imkan sağlanmıştır.

3.3.ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN MUHASEBE YÖNÜNDEN İNCELENMESİ

Şirket Birleşmelerini Muhasebe yönünden ele alacak olursak; birleşme Devir Alma yada Yeni Şirket Kurulması Yoluyla gerçekleşmektedir. Birleşme T.T.K.'nuna, Kurumlar Vergisi Kanunu'na yada Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulamasına göre farklı şekiller gösterir.

3.3.1.Devir Alma Yoluyla Birleşme

T.T.K.'nun Md.451'de ortaklık kurulması suretiyle birleşmede tasfiyesiz infisahı öngörmüştür. Çünkü, bu hallerde infisah eden şirketlerin malvarlığı külli halefiyet yolu ile yeni kurulan veya devralan ortaklığa intikal etmektedir.

Külli halefiyet, bir mal varlığını meydana getiren bütün hak, alacak ve borçların kül halinde bir başkasına geçmesidir. T.T.K'nun Md.151'de, devreden veya yeni kuruluşa iştirak eden ortaklıklara ait bütün hak ve borçların, devralan veya yeni kurulan ortaklığa intikal edeceği, hükme bağlanmak suretiyle birleşmede külli halefiyet ilkesi benimsenmiştir.

Bu niteliği ile birleşme tasfiyeden farklıdır. Birleşmede infisah eden ortaklık hukuki varlığını sona erdirmekle beraber, yeni kurulan veya devralan şirket bünyesinde sürdürmekte, üçüncü kişilerde doğmuş veya doğabilecek her türlü irtibat ve ihtilaflarda bu şirket halef tayin edilmiş olmaktadır. Devir alma, bir anonim şirketin diğer bir anonim şirketi bütün aktif ve pasif değerleriyle içine almasıdır.

Birleşmede, dağılan şirketin varlıkları ve borçları tasfiye edilmez (paraya çevrilmez). Şirketin tüm aktif ve pasif değerleri devir alan (birleşilen) şirkete geçer. Bundan sonra devir alan şirket birleşen şirketin alacaklarının sahibi ve borçlarının sorumlusu olur. Birleşen (dağılan) şirketin pay sahipleri ise, devir alan şirketin ortakları olurlar.¹¹⁹Bir anonim şirketin diğer bir anonim şirkete devir olunmasında yapılacak işlemler ;

i. Birleşme kararı alan şirketlerin yönetim kurulları birlikte birleşme sözleşmesi düzenlerler.

ii. Birleşme sözleşmesi her iki şirketin genel kurulunca onaylanır.

iii. Birleşme nedeniyle devir alan anonim şirketin sermayesindeki artış için ana sözleşme tadili gereklidir. Bu nedenle T.T.K. Md. 386 gereğince Sanayi ve Ticaret Bakanlığından izin alınır.

vi. Birleşme kararları, bilançolar ve ana sözleşme tadilleri T.T.K. Md.148-149 hükümleri gereği ticaret siciline tescil ettirilerek, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde İlan olunur.

3.3.2. Kurumlar Vergisi Kanununa Göre Birleşme

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun "birleşme" başlıklı 36. Maddesinde, bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesinin, birleşme şekliyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmünde olduğu ve tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümlerin birleşme kârının tespitinde de geçerli olacağı hükme bağlanmıştır.¹²⁰

¹¹⁹ ALTUĞ Osman, AYBOĞA Hanifi, a.g.e., s. 144.

¹²⁰ SAĞLAM Erdoğan , a.g.e. s. 54.

Görüldüğü üzere, Kurumlar Vergisi Kanunu T.T.K'nda farklı olarak birleşmeyi tasfiye hükmünde saymıştır. Ancak, K.V.K.'nun 37. Maddesinde aşağıdaki şartlar dahilinde gerçekleşen birleşmelerin “devir” hükmünde olduğu hükme bağlanmıştır:

- i. Birleşme neticesinde infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanuni ve iş merkezleri Türkiye’de bulunacaktır.
- ii. Münfesih kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen (devralan) kurum, kül halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir.

K.V.K'nun 38.Maddesine göre, bu şartlarla gerçekleşen birleşmelerde aşağıdaki şartlara uyulduğu takdirde, devir kazancı hesaplanmayacak ve vergilendirilmeyecek, sadece münfesih kurumun devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilecektir.

- iii. Katılan kurumun devir tarihi itibariyle hazırlanacak devir bilançosunun eklendiği K.V. beyannamesi (devir beyannamesi) münfesih kurum ve birleşilen kurum tarafından müştereken imzalanarak, birleşme tarihinden itibaren 15 gün zarfında münfesih kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine verilmelidir.

- iv. Ayrıca birleşilen kurum tarafından imzalanan, münfesih kurumun tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğine ve diğer vecibelerini yerine getireceğine ilişkin bir taahhütname, devir beyannamesi ekinde Vergi Dairesine sunulmalıdır.

Görüldüğü üzere, vergisiz birleşmelerde de külli halefiyet ilkesi geçerlidir, hatta külli halefiyet vergisiz birleşmenin şartlarından birini oluşturmaktadır. Buna göre, katılma nedeniyle infisah eden şirketlerin devrin gerçekleştiği tarihteki bilançosunda yer alan tüm değerlerin aynen devralan şirket bilançosuna aktarılması gerekir.¹²¹

¹²¹ SAĞLAM Erdoğan , a.g.e. s. 54.

3.3.3. Birleşmede Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulaması

Mali İdare önceki yıllarda verdiği muktezalarda devirde, sabit kıymetlerin amortismanların tenzilinden sonra kalan net değerleri üzerinden intikal ettiğini kabul ederek, devralan şirketin net değer üzerinden yeni baştan amortisman uygulamasını öngörmekte iken, daha sonraki tarihlerde verilen muktezalarda bu görüş değiştirilerek aşağıdaki ifadelere veya aynı anlama gelen başka ifadelere yer verilmeye başlanmıştır:

“.....213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 320. Maddesinde, amortisman süresi, kıymetlerin aktife girdiği yıldan başlar. Bu sürenin yıl olarak hesaplanması için (İstanbul Defterdarlığı'nın 18.12.1957 tarih ve 22118-49 Sayılı Muktezası) rakamı mükellefçe uygulanan nispete bölünür. Her yılın amortismanı ancak o yıla ait değerlemede nazara alınabilir” hükmü yer almaktadır.

Bu hüküm karşısında, “.....A.Ş.’nin tüm aktif ve pasifi kül halinde şirketinize devrolunacağından, devralınan iktisadi kıymetler için şirketinizce kıst amortisman ayrılması gerekmektedir.”

Ancak, olayın özelliği gözönüne alınarak devir yılına mahsus olmak ve amortismanın “yıllık ayırma” vasfını kaybetmemek üzere, devralınan iktisadi kıymetler için yıllık dönem itibariyle yeniden değerlendirme de yapılmak suretiyle ayrılacak amortismanların, her iki şirketin bu yıl içindeki kıst dönem süreleri esas alınmak suretiyle orantı yolu ile her iki döneme paylaştırılması gerekir.

Diğer taraftan, amortismanına tabî iktisadi kıymetler ile birikmiş amortismanlar da aynen devralınacağından, bu kıymetlerin geçmiş dönemlerde yeniden değerlemeye tabi tutulması nedeniyle oluşan yeniden değerlendirme fonunun da aynen devralınması zorunlu olup, yeniden değerlendirme uygulamasına devredilen aktifler için devralan şirkette de devam edilmesi mümkün bulunmaktadır.¹²²

¹²² SAĞLAM Erdoğan , a.g.e. s. 54.

ÖRNEK 11:¹²³

(A) A.Ş. 1995 yılında 100 milyon TL'na bir makina satın almıştır.Şirket tarafından 1995 yılında %20 oranında itfâ edilmeye başlanan bu makina için 31.12.1996'da yeniden değerlendirme yapılmıştır. Bu şirket 30.09.1997 tarihi itibariyle (B) A.Ş.'ne iltihak ve bu tarihte çıkarılan şirket bilançosu kül halinde (B) A.Ş. bilançosunda devredilmiştir. Eylül 1997 sonu itibariyle DİE tarafından açıklanan yıllık ortalama fiyat artış oranı %79,8'dir. 1997 yılı yeniden değerlendirme oranı %80,4 olduğuna göre yapılacak işlemler aşağıdaki gibi olacaktır.

(A) A.Ş.'nin Yapacağı İşlemler

- (A) A.Ş. bu makine için 31.12.1995 tarihinde 20 milyon amortisman ayırmıştır.
- 31.12.1996 tarihinde bu makina için yapılan yeniden değerlendirme sonucunda aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır;

Yeniden Değerleme Sonrası Aktif Değer	=	172.800.000. TL
Yeniden Değerleme Sonrası Birikmiş Amortisman	=	34.560.000. TL
Değer Artış Fonu	=	58.240.000. TL
Cari Yıl Amortismanı	=	34.560.000. TL
Birikmiş Amortisman	=	69.120.000. TL

- 30.09.1997 Tarihi itibariyle açıklanan % 79.8 ortalama fiyat artış oranı yıllık olduğundan, bu oran 12'ye bölünerek ve kıst dönem ay sayısı olan 9 ile çarpılmak suretiyle bulunan %59.85 oranı yeniden değerlendirme oranı olarak esas alınmış ve 30.09.1997 tarihi itibariyle yeniden değerlendirme yapılmıştır.

Yeniden Değerleme Sonrası Aktif Değer	=	276.220.800. TL
Yeniden Değerleme Sonrası Birikmiş Amortisman	=	110.488.320. TL
Değer Artış Fonu	=	62.052.480. TL
Kıst Dönem Amortismanı	=	41.433.120. TL
Birikmiş Amortisman	=	151.921.440. TL

¹²³ SAĞLAM Erdoğan, "Birleşme Halinde Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulaması", *Vergi Dünnyası*, Yıl 17, Sayı 197, Ocak 1998, s.53'den yararlanarak tarafımızca hazırlanmıştır.

(B) A.Ş.'nin Yapacağı İşlemler

-(B) A.Ş. devraldığı (A) A.Ş.'nin bilançosunu kül halinde bilançosuna devredilmiştir. Bu nedenle, makine (B) A.Ş.'ne aşağıdaki değerlerle girmiştir.

Aktif Değer	=	276.220.800. TL
Birikmiş Amortisman	=	151.921.440. TL
Değer Artış Fonu	=	120.292.480. TL

-(B) A.Ş.31.12.1997 tarihinde yeniden değerlendirme işlemini aşağıdaki şekilde yapmalıdır.

TABLO XIII. Birleşme Sonrası Yeniden Değerleme ve Devir Uygulaması

	AKTİF DEĞER	BİRİKMiŞ AMORTİSMAN	DEĞER ARTIŞ FONU
Yeniden Değerleme Öncesi	172,800,000	69,120,000	-
Yeniden Değerleme Sonrası	311,731,200	124,692,480	-
Değer Artış Fonu	-	-	83,358,720
Kümülatif Birikmiş Amortisman	-	187,038,720	-
Kümülatif Değer Artış Fonu	-	-	141,598,720
Devren İntikal Eden	276,220,800	151,921,440	120,292,480
Kaydedilecek Tutar	35,510,400	35,117,280	21,306,240

Kaynak: SAĞLAM Erdoğan , “Birleşme Halinde Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulaması”, *Vergi Dünyası*, Sayı 197, Ocak1998, s.55’den yararlanarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Muhasebe kaydının ise aşağıdaki şekilde yapılması gerekir:

31.12.1997	
253 TESIS, MAKINA VE CIHAZLAR	35.510.400
730 GENEL ÜRETİM GIDERLERİ	20.913.120
257 BIRIKMIŞ AMORTİSMANLAR	35.117.280
522 MADDİ DURAN VARLIKLAR	21.306.240
Yeniden Değerleme Artışları	

Görüldüğü üzere, devrolan şirket bünyesinde gider yazılan amortisman, yeniden değerlendirilmiş değer (311.731.200 TL) üzerinden hesaplanmış (311.731.200 x %20)= 62.346.240 TL amortismandan devir tarihinde dikkate alınan amortismanın tenzili ile bulunan (62.346.240 - 41.433.120 = 20.913.120 TL) ile sınırlı kalmıştır.

ÖRNEK 12:¹²⁴

(A) Anonim Şirketi, (B) Anonim Şirketini bilançosundaki bütün aktif ve pasif değerleri üzerinden devir almıştır.

B Anonim Şirketi Tarihli Bilançosu (000.-TL)

AKTİF		PASİF	
Kasa	50.000	Satıcılar	2.100.000
Bankalar	4.450.000	Sermaye	8.000.000
Al.Snt.	700.000	Yasal Yedekler	800.000
Ticari Mallar	5.500.000	Birikmiş Amortisman	600.000
DemirbaşlarHs	800.000		
Aktif Toplamı	11.500.000	Pasif Toplamı	11.500.000

¹²⁴ ALTUĞ Osman, AYBOĞA Hanifi, *Örneklerle Uygulamalı Şirket Kuruluşları*, eserinden büyük ölçüde yararlanılmıştır.

Devir Koşulları:

- 1)Demirbaşlar bilanço değeri ile,
- 2)Diğer iktisadi değerler bilanço değeri ile, devredilecektir.
- 3)B Anonim Şirketinin ortaklarına ise C Tertibi 880 adet hisse senedi verilecektir.

A Anonim Şirketinin Kayıtları

1 _____ / _____

501. ÖDENMEMİŞ SERMAYE HS.	8.800.000.000	
500.SERMAYE HS		8.800.000.000

Devir nedeniyle çıkarılan

10.000.000 TL x880 = 8.800.000

değerinde hisse senedinin taahhüdü

2 _____ / _____

100.KASA HS	50.000.000	
100.01. TL Kasası		
102.BANKALAR HS	4.450.000.000	
102.02. (...) Bankası		
121.ALACAK SNT.HS	700.000.000	
121.01Alacak Senetleri Portföyü		
153.TİCARİ MALLAR HS	5.500.000.000	
255.DEMİRBAŞLAR HS	800.000.000	
320.SATICILAR HS.		2.100.000.000
501.ÖDENMİŞ SERMAYE HS.		8.800.000.000
257.BİRİKMIŞ AMORTİSMANLAR HS.		600.000.000

B Anonim Şirketinin devir alınması ve sermaye taahhütlerinin aynı değerlerle ifa edilmesi

_____ / _____

B Anonim Şirketinin Kayıtları

1 _____ / _____

100.KASA HS 50.000.000

100.01. TL Kasası

102.BANKALAR HS 4.450.000.000

102.02. (...) Bankası

121.ALACAK SNT.HS 700.000.000

121.01 Alacak Senetleri Portföyü

153.TİCARİ MALLAR HS 5.500.000.000

255.DEMİRBAŞLAR HS 800.000.000

320.SATICILAR HS. 2.100.000.000

500.SERMAYE HS. 8.000.000.000

540.YASAL YEDEKLER HS. 800.000.000

257.BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR HS. 600.000.000

A Hesapların açılması

2 _____ / _____

500.SERMAYE HS. 8.000.000.000

540.YASAL YEDEKLERHS. 800.000.000

524.TASFİYE PAYLARI HS. 8.800.000.000

Özsermayenin hissedarlara devri

_____ / _____

3 ————— / —————

320. SATICILAR HS.	2.100.000.000
257.B.AMORTİSMANLARHS.	600.000.000
134.D.ALAN KURUM ALCK. HS.	8.800.000.000

A Anonim Şirketinden Alınacak
Hisse Senetleri

100.KASA HS	50.000.000
100.01. TL Kasası	
102.BANKALAR HS	4.450.000.000
102.02. (...) Bankası	
121.ALACAK SNT. HS.	700.000.000
121.01 Alacak Senetleri Portföyü	
153.TİCARİ MALLAR HS.	5.500.000.000
255.DEMİRBAŞLAR HS	800.000.000

A Anonim Şirketine devir edilen
iktisadi değerler ve A Anonim Şirketinden
devir karşılığı alınacak 10.000.000TLx880
adet hisse senedi.

4 ————— / —————

524.TASFİYE PAYLARI HS.	8.800.000
134.D.ALAN KURUM ALCK HS.	8.800.000.000

A Anonim Şirketinden Alınacak Hisse
Senetleri Devir nedeniyle A Anonim
Şirketinden alınan 10.000.000 TL
nominal değerinde 880 adet hisse
senedinin hisselerine göre hissedarlara verilmesi.

————— / —————

3.3.4. Yeni Şirket Kurulması Yoluyla Birleşme

Birden çok anonim şirket, birleşerek yeni bir anonim şirket kurma kararı alabilirler. Bu şekildeki birleşmede yeni kurulacak anonim şirket tarafından, diğer anonim şirketlerin bütün bilanço değerleri (aktif ve pasif) devir alınır. Burada birleşen şirketin sahip olduğu değerler ile borçları tasfiye olayı gerçekleşmeden yeni anonim şirkete geçer. (T.T.K. Md.452). Yeni bir anonim şirketin oluşturulması şeklindeki birleşmede, anonim şirketlerin kurulmasına ve bir anonim şirketin diğer bir anonim şirket tarafından devir alınmasına ilişkin kurallar uygulanır. (T.T.K. Md.452)

ÖRNEK 13.

X ve Y Anonim Şirketleri birleşerek Z Anonim Şirketini kurmaya karar vermişlerdir. X ve Y Anonim Şirketleri Birleşme Sözleşmesinde belirlenen koşullar üzerinden sahip oldukları değerleri Z Anonim Şirketine devredeceklerdir. Kurulacak Z Anonim Şirketinin ana sözleşmesinde şirketin esas sermayesi 30.400.000.000.-TL olarak belirlenmiş olup 10.000.000.-TL nominal değerli 3040 adet hisse senedinden meydana gelmektedir. Birleşen şirketlerin bilançoları ile devir koşulları aşağıda belirtilmiştir.

X Anonim Şirketi

..... Tarihli Bilançosu (000.-TL)

AKTİF		PASİF	
Kasa	50.000	Satıcılar	2.700.000
Bankalar	1.950.000	Sermaye	13.400.000
Al.Snt.	500.000	Yasal Yedekler	700.000
Ticari mallar	5.600.000	Birikmiş Amortisman	300.000
Binalar	8.000.000		
Dönem Zararı	1.000.000		
Aktif Toplamı	17.100.000	Pasif Toplamı	17.100.000

Birleşme Sözleşmesine Göre X A.Ş.'nin Devir Koşulları:

Kasa	Bilanço Değerleri ile
Bankalar	Bilanço Değerleri ile
Alacak Senetleri	Bilanço Değerleri ile
Ticari Mallar	6.500.000.000.-
Binalar	15.000.000.000.-
Satıcılar	Bilanço Değerleri ile

Y Anonim Şirketi**..... Tarihli Bilançosu (000.-TL)**

AKTİF		PASİF	
Kasa	50.000	Satıcılar	1.000.000
Bankalar	2.700.000	Sermaye	5.450.000
Al.Snt.	500.000	Yasal Yedekler	2.000.000
Ticari mallar	6.000.000	Birikmiş Amortisman	400.000
Demirbaşlar	1.100.000	Dönem Kârı	1.500.000
Aktif Toplamı	10.350.000	Pasif Toplamı	10.350.000

Birleşme Sözleşmesine Göre Y A.Ş.'nin Devir Koşulları:

Kasa	Bilanço Değerleri ile
Bankalar	Bilanço Değerleri ile
Alacak Senetleri	Bilanço Değerleri ile
Ticari Mallar	Bilanço Değerleri ile
Satıcılar	Bilanço Değerleri ile
Demirbaşlar	850.000.000.-TL

X Anonim Şirketi'nin Kayıtları:

Devir koşullarına göre devir tarihi itibarıyla öz sermayenin belirlenerek, birleşme kâr veya zararının saptanması gerekmektedir.

Kasa		50.000.000
Bankalar		1.950.000.000
Al.Snt.		500.000.000
Ticari mallar		6.500.000.000
Binalar	+	15.000.000.000
Devir Varlıkları Toplamı		24.000.000.000
Satıcılar	-	2.700.000.000
Özsermaye		21.300.000.000

X Anonim Şirketi'nin Devir Tarihi İtibarıyla Birleşme Kârı:

Kasa		50.000.000
Bankalar		1.950.000.000
Al.Snt.		500.000.000
Ticari mallar		5.600.000.000
Binalar	+	8.000.000.000
Varlıklar Toplamı		16.000.000.000
Birikmiş Amort.	-	300.000.000
Bilançodaki Varlıklar		15.700.000.000
Devir Varlıkları Toplamı		24.000.000.000
Bilançodaki Net Varlıklar Toplamı	-	15.700.000.000
Birleşmeler Kârı		8.300.000.000

1 _____ / _____

100.KASA HS	50.000.000	
100.01. TL Kasası		
102.BANKALARHS	1.950.000.000	
102.02. (...) Bankası		
121.ALACAK SNT.HS	500.000.000	
121.01 Alacak Senetleri Portföyü		
153.TICARI MALLAR HS	5.600.000.000	
252.BINALAR HS	8.000.000.000	
252.01 İşletme Binaları		
591.DÖNEM ZARARI HS.	1.000.000.000	
320. SATICILAR HS.		2.700.000.000
500. SERMAYE HS.		13.400.000.000
540. YASAL YEDEKLER HS.		700.000.000
257.BIRIKMIŞ AMORTİSMANLAR HS.		300.000.000

Hesapların açılması

_____ / _____

2 ————— / —————	
320.SATICILAR HS.	2.700.000.000
257.B. AMORTİSMANLAR HS.	300.000.000
134.DEVİR AL. KURUM ALACAK HS.	21.300.000.000
Z Anonim Şirketinden Alınacak Hisse Senetleri	
100.KASA HS	50.000.000
100.01. TL Kasası	
102.BANKALAR HS	1.950.000.000
102.02. (...) Bankası	
121.ALACAK SNT.HS	500.000.000
121.01 Alacak Senetleri Portföyü	
153.TİCARİ MALLAR HS	5.600.000.000
252.BİNALAR HS	8.000.000.000
252.01 İşletme Binaları	
679.D. OLG DIŞI GELİR VE KÂR. HS.	8.200.000.000
679.01 Birleşme Kârı	
Z Anonim Şirketine devir edilen iktisadi değerler, birleşme kârının oluşumu ve Z Anonim Şirketinden devir nedeniyle alınacak 10.000.000 TL x 2130 adet hisse senedi.	
3 ————— / —————	
500. SERMAYE HS.	13.400.000.000
540. YASAL YEDEKLER HS.	700.000.000
679. D.OLĞ DIŞI GELİR VE KÂR HS.	8.200.000.000
591.DÖNEM ZARARI HS.	1.000.000.000
524.TASFİYE PAYLARI HS.	21.300.000.000
Özsermayenin hissedarlara devri	
————— / —————	

4 _____ / _____	
524.TASFİYE PAYLARI HS.	21.300.000.000
134.DEVİR AL. KRM. ALCK HS.	21.300.000.000

Z Anonim Şirketinden Alınacak
Hisse Senetleri

Devir nedeniyle Z Anonim Şirketinden
alınan 10.000.000TL nominal değerinde
2130 adet hisse senedinin hisselerine göre
hissedarlara verilmesi.

_____ / _____

Y Anonim Şirketi'nin Kayıtları:

Devir koşullarına göre devir tarihi itibarıyla öz sermayenin belirlenerek,
birleşme kâr veya zararının saptanması gerekmektedir.

Kasa		50.000.000
Bankalar		2.700.000.000
Al.Snt.		500.000.000
Ticari mallar		6.000.000.000
Demirbaşlar	+	<u>850.000.000</u>
Devir Varlıkları Toplamı		10.100.000.000
Satıcılar	-	<u>1.000.000.000</u>
Özsermaye		<u>9.100.000.000</u>

Y Anonim Şirketi'nin Devir tarihi itibariyle birleşme kârı:

Kasa		750.000.000
Bankalar		2.000.000.000
Al.Snt.		3.000.000.000
Ticari mallar		3.500.000.000
Demirbaşlar	+	1.100.000.000
		<hr/>
Varlıklar Toplamı		10.350.000.000
Birikmiş Amort.		400.000.000
		<hr/>
	-	
Bilançodaki Net		9.950.000.000
Varlıklar Toplamı		
Devir Varlıkları Toplamı		10.100.000.000
Bilançodaki Net		
Varlıklar Toplamı	-	9.950.000.000
		<hr/>
Birleşmeler Kârı		150.000.000

1	_____ / _____	
100.KASA HS		50.000.000
100.01. TL Kasası		
102.BANKALAR HS		2.700.000.000
102.02. (...) Bankası		
121.ALACAK SNT.HS		500.000.000
121.01 Alacak Senetleri Portföyü		
153.TİCARİ MALLAR HS		6.000.000.000
255.DEMİRBAŞLAR HS		1.100.000.000
320. SATICILAR HS.		1.000.000.000
500. SERMAYE HS.		5.450.000.000
540. YASAL YEDEKLER HS.		2.000.000.000
257.BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR HS.		400.000.000
590.DÖNEM NET KÂRI HS.		1.500.000.000
Hesapların açılması		
	_____ / _____	

2 ————— / —————

320.SATICILAR HS.	1.000.000.000
257.B.AMORTİSMANLAR HS.	400.000.000
134.DEVİR AL. KURUM AL HS.	9.100.000.000
Z Anonim Şirketinden Alınacak Hisse Senetleri	
100.KASA HS	50.000.000
100.01. TL Kasası	
102.BANKALAR HS	2.700.000.000
102.02. (...) Bankası	
121.ALACAK SNT.HS	500.000.000
121.01 Alacak Senetleri Portföyü	
153.TİCARİ MALLAR HS	6.000.000.000
255.DEMİRBAŞLAR HS	1.100.000.000
679.D. OLĞ. D.GELİR VE KÂR. HS.	150.000.000.000
679.01 Birleşme Kârı	

Z Anonim Şirketine devir edilen iktisadi değerler, birleşme kârının oluşumu ve Z Anonim Şirketinden devir nedeniyle alınacak 10.000.000 TL x 910 adet hisse senedi.

3 ————— / —————

500. SERMAYE HS.	5.450.000.000
540. YASAL YEDEKLER HS	2.000.000.000
590. DÖNEM NET KÂRI HS.	1.500.000.000
679. D.OLĞ D.GELİR VE KÂR. HS.	150.000.000
679.01.Birleşme Kârı	
524.TASFİYE PAYLARI HS.	9.100.000.000

Özsermayenin hissedarlara devri

————— / —————

4 _____ / _____

524.TASFİYE PAYLARI HS. 9.100.000.000

134.DEVİR AL. KRM. ALCK HS. 9.100.000.000

Z Anonim Şirketinden Alınacak Hisse Senetleri

Devir nedeniyle Z Anonim Şirketinden alınan 10.000.000TL nominal değerinde 910 adet hisse senedinin hisselerine göre hissedarlara verilmesi.

_____ / _____

Yeni Kurulan Z Anonim Şirketi'nin Kayıtları:

1 _____ / _____

501.ÖDENMEMİŞ SERM. HS. 30.400.000.000

(X) A.Ş.Hissedarları 21.300.000.000

(Y) A.Ş.Hissedarları 9.100.000.000

500.SERMAYE HS. 30.400.000.000

3040 adet x 10.000.000.-TL nominal değerinde hisse senedi ihracı

2 _____ / _____

100.KASA HS 50.000.000

100.01. TL Kasası

102.BANKALAR HS 1.950.000.000

102.02. (...) Bankası

121.ALACAK SNT.HS 500.000.000

121.01 Alacak Senetleri Portföyü

153.TICARI MALLAR HS 6.500.000.000

252.BINALAR HS 15.000.000.000

252.01 İşletme Binaları

320. SATICILAR HS. 2.700.000.000

501. ÖDENMEMİŞ SERMAYE HS. 21.300.000.000

X A.Ş. Hissedarları 21.300.000.000

X Anonim Şirketinin sermaye taahhüdünü tamamlaması

_____ / _____

3 _____ / _____

100.KASA HS	50.000.000	
100.01. TL Kasası		
102.BANKALARHS	2.700.000.000	
102.02. (...) Bankası		
121.ALACAK SNT.HS	500.000.000	
121.01 Alacak Senetleri Portföyü		
153.TİCARİ MALLAR HS	6.000.000.000	
255.DEMİRBAŞLAR HS	850.000.000	
320. SATICILAR HS.		1.000.000.000
501. ÖDENMEMİŞ SERMAYE HS.		9.100.000.000

Y A.Ş. Hissedarları 9.100.000.000.-

Y Anonim Şirketinin sermaye taahhüdü tamamlaması

4 _____ / _____

262.KUR. ÖRGÜTLENME GİD. HS.	16.000.000	
191.İNDİRİLECEK KDV HS.	2.400.000	
331.ORTAKLARA BORÇLAR HS.		18.400.000
331.01.Ortak A		

Kuruluş giderlerinin ilgili kurucu ortağa ödenmesi için tahakkuku

5 _____ / _____

331.ORT.BORÇLAR HS.	18.400.000	
331.01.Ortak A		
100.KASA HS.		18.400.000

Kuruluş giderlerinin Ortak A'ya ödenmesi

_____ / _____

6 _____ / _____

262 KUR. ÖRGÜTLENME GİD. HS 183.300.000

360.ÖD.VERGİ VE FONLAR HS. 183.300.000

360.01.Damga Vergisi

Kuruluş nedeniyle ödenecek (3 ay içinde) Damga Vergisinin tahakkuku

7 _____ / _____

360.ÖD.VERGİ VE FONLAR HS. 183.300.000

360.01.Damga Vergisi

102.BANKALAR HS. 183.000.000

102.02. (T) Bankası

Damga Vergisinin Vergi Dairesi'ne ödenmesi

_____ / _____

Z Anonim Şirketi**..... Tarihli Bilançosu (000.-TL)****AKTİF****PASİF**

Kasa	81.600.000	Satıcılar	3.700.000.000
Bankalar	4.466.700.000	Sermaye	30.400.000.000
Al.Snt.	1.000.000.000		
Ticari mallar	12.500.000.000		
Binalar	15.000.000.000		
Demirbaşlar	850.000.000		
İnd.KDV	2.400.000		
Kur. ve Örg.Gid.	199.300.000		
Aktif Toplamı	34.100.000.000	Pasif Toplamı	34.100.000.000

4. BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

4.1.TARİHSEL GELİŞİM

Şirket birleşmelerinin, dünyada tarihsel gelişimi, ilk olarak 18.yy sonlarında A.B.D.'de başlamıştır. O tarihte yapılan birleşmeler daha çok şirket dayanışması olarak görülmüştür. İlk birleşme hareketlerinin A.B.D.'lerinde görülmesi nedeniyle, dönemsel olarak gruplandırmada bu esas dikkate alınarak incelenmiştir.¹²⁵

1. 1887 -1904 Dönemi Birleşme Hareketleri,
2. 1922 -1929 Dönemi Birleşme Hareketleri,
3. İkinci Dünya Savaşı ve Sonrası Dönemi Birleşme Hareketleri.

4.1.1. 1887-1904 Dönemi Birleşme Hareketleri

Küçük ve orta ölçekli firmaların, özellikle ağır sanayi sektöründe bulunan büyük firmalarla rekabet edebilmek için dayanışma yoluna gitmesi, ilk birleşme hareketlerinin yatay birleşmeler şeklinde görülmesine neden olmuştur.¹²⁶ Ekonominin gelişme süreci yaşadığı bu hareketin tepe noktası 1899 yılı olmuş, şiddetli bir ekonomik durgunluk yaşanan 1903 yılında ise yavaşlamış, 1904 yılında çıkarılan bir çeşit anti tröst yasası da bu dayanışma hareketinin dağılmasına sebep olmuştur.¹²⁷

Tröstlerin rekabeti yokedici ve antisosyal etkilerini önlemek amacıyla 1890 yılında Sherman Kanunu çıkarılmıştır. Bu birleşme dalgası özellikle 1897-1902 yılları arasında etkili olmuş ve 1899'da en yüksek düzeye erişmiştir. Bu dalga ülke ekonomisi ve işletmelerin büyümeleri açısından önem taşımakta, birleşmelerin daha çok imalat

¹²⁵ H.H.Lyncia, *Financial Performance of Conglomerates*, Boston: [yy], 1971, s.17-36

¹²⁶ Mack Ott and G.J. Santoni, *Mergers and Takeovers - The value of Predators Information*, USA: The Dreyden Press, 1990 ,s.551

¹²⁷ COHEN J.B., ROBBINS S.M., YOUNG A.E., A.g.e., ss.528-530

sanayinde görülmesi, yatay birleşme ve konsolidasyonların çoğunlukta olması dikkati çekmektedir.¹²⁸

Bu birleşme hareketi, ekonomik altyapıda ve üretim teknolojilerinde büyük değişmelere rehberlik etmiştir.¹²⁹ Demiryolu sisteminin kurulması, elektriğin kullanılmaya başlaması, bu tarihlere karşılık gelmektedir. Tamamlanan demiryolu sisteminin sonucu olarak ulusal ekonomik pazar gelişmiş, böylece birleşme aktiviteleri, bölgesel firmaların büyümesini ve ulusal firmalar olarak varlıklarını sürdürme yolunu açmıştır.

Bu dönemdeki birleşmeler için literatürde “merging for monopoly” yani tekelleşme için birleşme ifadesi kullanılmıştır. Bu dönem sonunda, 20 yy Amerikan endüstrisi şekillenmiş ve başlıca endüstriyel gruplar meydana gelmiştir. Bugünün dev firmalarından ; U.S. Steel, Du Pont, General Electric, American Tobacco, Eastman Kodak bunlar arasında sayılabilir.

4.1.2. 1922 - 1929 Dönemi Birleşme Hareketleri

İlk harekette olduğu gibi, ikinci birleşme dalgası da 1922’de firma faaliyetlerindeki iyileşmeyle başlayıp, 1929’daki şiddetli bir ekonomik yavaşlamanın başlangıcında son bulmuştur. Daha önce birleşmiş olan ağır imalat sanayi dışında, bu dönemde özellikle umumi hizmet müesseseleri (elektrik, su v.b.) ve bankacılık sektörlerinde değişik kombinasyonlar meydana gelmiştir.¹³⁰ Birleşmelerin %60 kadarı dondurulmuş yiyecek, kimya ve madencilik sektörlerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde genellikle tekelleşme sözkonusu olmamış, daha çok oligapolistik bir hareket gözlenmiştir. Bu dönemdeki birleşmeler için literatürde “merging for oligapoly” birleşme ifadesi kullanılmıştır.

1920’lerdeki birleşmelerin geniş bir bölümü IBM, General Foods ve Allied Chemical vakâlarında olduğu gibi ürün genişletme, gıda maddeleri perakende satışları,

¹²⁸ Dünya Gazetesi ; “*Şirket Birleşmeleri ve Satınalmalar*”, 9 Ekim 1990,s.3

¹²⁹ WESTON J.Fred, CHUNG S.Kwang, HOAG E.Susan, A.g.e., s.9

¹³⁰ WESTON J.Fred, CHUNG S.Kwang, HOAG E.Susan, A.g.e., s.11

büyük mağazalar zincirleri alanında, pazar genişletme ve madencilik ile metal sanayinde, dikey birleşmeler şeklinde görülmüştür.

Bu dönemdeki birleşmelere hız kazandıran faktörler ise ulaştırma, haberleşme ve ticaretteki büyük ilerlemelerdir. Bu dönemde birleşmelerin finansmanı, hisse senedi pazarının hızla gelişmesi sayesinde yerli sermaye ile gerçekleşmiştir. Bu hareketle ortaya çıkan yeni endüstriyel devler arasında RCA, National Dairy Product, General Foods, Borg - Warner, Caterpillar Tractor görülebilir.¹³¹

Sherman Kanunu'ndan sonra, ikinci önemli antitröst yasa olarak, 1914 tarihli Clayton Kanunu çıkarılmıştır. Birleşmelerin denetlenmesine yönelik bu antitröst yasalara rağmen, 1920'lerde birleşmeler yine etkili olmaya başlamış; bu dalga 1930 bunalımına kadar sürmüştür. Dikey birleşme ve satın almaların çoğunlukta olduğu bu hareketin amacı, birleşme yoluyla teknik fayda elde etmek, maliyetleri düşürmektir.

4.1.3. İkinci Dünya Savaşı ve Sonrası Dönemi Birleşme Hareketleri

II.Dünya Savaşı ve sonrası yıllar ekonomide hızlı büyüme ve birleşme faaliyetlerindeki yükselmeyi beraberinde getirmiştir. İş dünyasında ve teknolojiadaki değişimlerdeki tıkanıklık, bu dönem birleşme hareketinin, geçmiş yıllara oranla daha az gerçekleşmesine neden olmuştur.

Hükümet düzenlemeleri ve vergi politikaları bu dönemin birleşmeyi motive edici faktörleri olarak işaret edilmiştir.¹³²Bu dönem boyunca çok sayıda firma, fiyat kontrollerini ve dağıtımları atlatmak için dikey olarak birleşmişlerdir.

1960'lı yıllarda A.B.D.'nde yöneticiler sinerji görüşü içerisinde üretim ile ilişkili yada ilişkisiz birleşme adayları aramışlardır. Bu yıllarda, işletmeler arası birleşmelerin odak noktasını, uzun dönemdeki kârlar oluşturmuştur. Yöneticilerin kâr büyümesinin kısa ömürlülüğü ve ortakları yönetmenin güçlüğü, konularında bilinçlenmelerini sağlarken, birleşme olgusunun yavaşlamasına neden olmuştur.

¹³¹ COHEN J.B., ROBBINS S.M., YOUNG A.E., A.g.e., s.529

¹³² WESTON J.Fred, CHUNG S.Kwang, HOAG E.Susan, A.g.e., s.12

1970 yılı başlarında ise işletmeler arası birleşmeler için koşullar bozulmaya başlamıştır. Muhasebe Prensipleri Kurulu (A.P.B.) çıkar birleşmeleri yöntemi yerine, çoğu birleşmelerde satın alma yönteminin kullanılmasını uygun görmüştür. Ekonomik belirsizliklerle muhafazakar muhasebe kuralları, işletmeler arası birleşme hareketliliğini azaltmış, ancak daha sağlam, akılcı ve büyüme kaynağı olarak temel alınan birleşmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gerçekten de bu dönem birleşik maliyetlerin düşürülmesi ve bilançoların iyileştirilmesi için üretim hatlarının azaltılması biçiminde karakterize edilmiştir. 1973-1975 ekonomik koşulları ise yeni bir birleşme dalgasının hızla yayılmasına neden olmuştur. Ancak bu hareket birçok yönlerden 1960'lı yıllardaki harekettten oldukça farklı gözükmektedir.

Herşeyden önce birleşmeler daha sağlam bir temele oturmuştur. Kararlar daha gerçekçi bir planlamayı ve uzun dönemdeki amaçları kapsamaktadırlar. Bu dönemdeki finansal ve ekonomik koşullar birleşme hareketine bir seviye kazandırmıştır. Örneğin 1970 sonlarında düşük hisse senedi fiyatları, bazı işletmeleri çekici duruma getirmiştir. Bir kurumun defter değerine veya defter değerinden daha aşağı satın alınmasını, aynı zamanda bilançolarda şerefiye (Goodwill) kalemlerinin oluşmasını sağlamıştır. Enflasyon nedeni ile maliyetlerin yükselmesi, birleşme yolu ile büyümeyi, iç büyümeye oranla daha düşük maliyete ulaştırmıştır.

Şirket birleşmeleri stratejisi, 1980'li yılların başından itibaren, tüm dünyada önemli bir uygulama olanağı bulmuştur. Tüm dünyada yaşanan kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi, içinde kamuda payı olan halka açık şirketlerin, hisse senedi değerlerinin düşük olması, işletmelerin birleşmeye olan yaklaşımlarını olumlu yönde etkilemiştir. Sanayileşmiş ülkelerde, birleşmeleri özendirici tedbirlerin alınması, vergi kanunlarında ve sermaye piyasası kanunlarında yapılan değişiklikler, işletmelerin birleşmeye yönelmesinde etkili olmuştur.

1987 yılında yaşanan borsa krizi 1980 yılından itibaren artış gösteren şirket birleşmelerinin düşüş eğilimi göstermesine neden olmuştur. Ancak son yıllarda gözlenen bu düşüşe rağmen ülkeler ve kıtalar arasında yapılan birleşmelerde bir artış

gözlenmektedir. Tablo XIV’de dünyada 1986 -1992 yılları arasında birleşmelerin toplam değerleri verilmektedir.

TABLO XIV. Dünyada Şirket Birleşmeleri (milyar\$)

YILLAR	TOPLAM PARASAL DEĞERİ
1986	300
1987	380
1988	440
1989	550
1990	450
1991	340
1992	240

Kaynak: Dünya Gazetesi, “*Avrupa’da Şirket Birleşmeleri*”, 2 Şubat 1992, s.3

4.2. A.B.D.’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Amerika Birleşik Devletlerin’nde 1980’li yıllar boyunca yaşanan en önemli değişiklik, büyük çaplı firma satışlarıdır. İş dünyasının karakterinde, esaslı etkiler yapan olaylar, stratejik birleşmelerden, firmaların dağıtılmasından ve merkezileşmeden kaynaklanmaktadır.¹³³

A.B.D.’de 1980’li yıllardaki birleşmeler Du Pont, General Motors, General Electric ve IBM gibi dev şirketleri de kapsamakta, işlemlerin hacmi ve parasal değerler rekor düzeylere ulaşmaktadır.

Son yıllarda, firma evliliklerinin sayısı ve değer olarak artmasındaki başlıca nedenler, dünya ekonomisinde kaydedilen değişiklikler ve sermaye piyasalarında görülen genişlemelerdir.

Gerek Almanya’da, gerekse Japonya’da, firmaların birbirleriyle işbirliği ya da ortaklıklar biçimindeki yakınlaşmalarının 1970’lerde hemen hemen tamamlanmış olması, Amerikan firmaları üzerinde önemli bir baskı unsurudur. Dünya ekonomisinin,

¹³³ Dünya Gazetesi, “*Amerikan İş Dünyasında Sermaye Merkezileşmesinin En İleri Noktası Yaşanıyor*”, 17 Aralık 1989, s.12

son yıllarda göreceli olarak önemli inişleri ve çıkışları yaşamamış olması da Amerikan firmaları arasında, büyük çaplı satın alımları hızlandırıcı önemli bir etken oluşturmuştur.¹³⁴

Amerika Birleşik Devletleri'nde bir süre durgunluk içinde bulunan kağıt endüstrisinde, kağıt fiyatlarının düşmesi nedeniyle, kağıt firmalarını satın almak kolay hale geldiğinden, bu sektörde firma evliliklerinde bir artış gözlenmiştir. ABD'deki büyük firmalar rakip firmalar tarafından satın alınmaktan korktukları için, kendileri rakip firmaları satın almak yoluna gitmektedirler.

A.B.D Körfez savaşıyla birlikte, zor duruma düşen ve zarar eden havayollarında yabancı sermayenin girmesine izin vermiştir. 1930'larda çıkarılan bir yasaya göre yabancılar, Amerikan havayolu şirketlerinin hisselerinin ancak %25'ine sahip olabilme imkânı verilirken, son düzenlemelere göre Avustralya Havayolu şirketi Elders, yabancı sermaye oranının %49'unu alması ile Northwest Havayolları'nın en önemli ortağı konumuna gelmiştir.

TABLO XV. A.B.D'de Birleşme ve Firma Satın Almaları (1980-1985)

Yıllar	Birleşme Sayısı	Toplam Parasal Değeri (1 milyar \$ olarak)	Birleşme Sayısı (1 milyar \$ üzerinde)
1980	1583	36.3	4
1981	2314	73.2	9
1982	2321	66.1	11
1983	2339	51.9	7
1984	3069	125.2	19
1985	3165	139.1	26

Kaynak: Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value*, New York: Mc.Millian Inc.,1986, s.199

ABD'de artan yabancı yatırımların, gelecek yıllarda da süreceği ve ABD ekonomisi üzerinde, Amerikalılardan daha fazla söz sahibi olacakları Tablo XV'de birleşme sayılarının 1980-1985 yılları arasındaki gelişiminden de görülmektedir. Amerikan halkı, ülke ekonomisinin yabancıların kontrolüne geçmesinden endişe duymaktadırlar. ABD'de yapılan anketlere göre, Amerikan halkının % 80'inin ülkede

¹³⁴ Dünya Gazetesi, "Amerikan İş Dünyasında Sermaye Merkezleşmesinin En İleri Noktası Yaşanıyor", a.g.e., s.12

yabancı mülkiyetinin önlenmesini sağlamak amacıyla sıkı tedbirler alınmasını istedikleri ortaya çıkmıştır.1988 yılında yabancı yatırımcılar ABD’de şirket satın almak amacıyla 60 milyar \$ harcamışlar, bu paranın yalnızca 5 milyar \$’lık bölümü eski yatırımların satışından elde edilmiştir. İngiltere, A.B.D.’de %30’luk pay ile ülkede en büyük yatırımcıdır. Japonya ise %16’lık yatırım payıyla ikinci sırada yer almaktadır.¹³⁵

4.3. AVRUPA’DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Son on yıl içinde birleşme ve satınalmalar Amerika’da olduğu gibi Avrupa’da da oldukça sık yaşanan ve şirketlerin değişen ekonomik şartlar, globalleşme ve artan rekabet şartlarına uyum sağlamak amacıyla seçtikleri bir büyüme stratejisi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Avrupa’da 1950’li yıllara kadar birleşmelere pek rastlanmamıştır. İngiltere’de şirket birleşmeleri 1960’lı yıllarda gündeme gelmiştir. 19 yy sonlarına doğru büyük bir birleşme dalgası ABD’de olduğu gibi İngiltere’de de görülmüştür. Bu dönemde monopol için birleşmeler yapılmış, beş veya daha fazla firma biraraya gelmiştir. Savaş yıllarında monopol için birleşme güdüsü devam etmiştir. Rekabet ortamında büyük değişikliklerin olması, direkt olarak birleşme aktivitelerinin artmasına ve 1965’te en üst seviyeye ulaşmasına sebep olmuştur.

İngiltere’de birleşmeler “Tekeller ve Birleşmeler Komisyonu” tarafından denetlenmektedir. Birleşme durumunda eğer pazarın 1/4’ne egemen olunması söz konusu ise yada devralınan varlıklar 5.000.000 £’den fazla ise bu boyuttaki birleşmeler komisyon tarafından incelenip tekelleşme yaratıp yaratmadığının belirlenmesi gerekmektedir.

Ayrıca İngiltere’de gazetelerin birleşmeleri konusunda özel bir uygulama getirilmiş ve gazetelerin birleşebilmeleri için fiyat ve tüketicinin korunması, Bakanlığın özel izninin gerektiği belirlenmiştir.

¹³⁵ Dünya Gazetesi, “A.B.D.’de Yabancı Yatırımlar Artıyor”, 15 Aralık 1989

Almanya’da birleşmeler için Federal Kartel Ofisi’ne başvurarak izin alınması zorunludur. Böylece 1958’den itibaren birleşmelerin artan trendini görmek mümkündür. 1966’da bankalar ve sigorta şirketleri hariç mevcut birleşmelerin %1’den azının varlıkları satın alınmıştır. Fakat bu oran 1972’den itibaren %31’e yükselmiştir. Birleşen firma sayısı da % 8’den % 42’ye çıkmıştır.¹³⁶ Almanya’da birleşmeleri, devlet teşvik etmektedir. Bu teşviklerle, şirket birleşmeleri 1982-1991 yılları itibariyle büyük gelişme göstermiştir. Bu gelişim Tablo XVI görülmektedir.

TABLO XVI. Alman Kartel Dairesine Bildirilen Almanya’daki Birleşmeler

Yıllar	Birleşme Sayısı
1982	603
1983	506
1984	575
1985	709
1986	802
1987	887
1988	1159
1989	1414
1990	1548
1991	1850

Kaynak:“Avrupa’da Şirket Birleşmeleri”,
Dünya Gazetesi, Şubat 1992

1978-1979 yıllarında İngiltere’nin en büyük şirketlerinden Unilever, GEC, ICI ve büyük bankalar bu amaçla birleşmelere gitmiş; çeşitli İngiliz şirketleri yabancı şirketlerle birleşmişlerdir. 1980’li yıllarda ise sanayide ve uluslararası alandaki birleşmeler İngiltere ekonomisinde etkili olmuştur.

Fransa’da özellikle küçük işletmelerin birleşmeleri desteklenmekte ve şirket birleşmelerinde hızlı bir artış görülmektedir.

Son yıllarda birleşme ve ele geçirmeler Avrupa iş dünyasının başta gelen özelliği haline gelmiştir. Avrupa’da birleşmelerin çoğunluğu yerli ya da ABD’li bir

¹³⁶ Dünya Gazetesi ; “ *Şirket Birleşmeleri ve Satınalmalar* ” , 9 Ekim 1990,s.3

şirketle gerçekleştirilmektedir. Amerikan ve Japon şirketlerinin rekabetine karşı daha güçlü olma amacını taşıyan birleşmeler hızla yayılmaktadır. Avrupa'nın en büyük 1000 şirketi arasında sayılan bazı şirketlerinin de katıldığı birleşmeler 1986'da %17, 1987'de %27, 1988'de %45 oranında artmıştır. İngiltere, Fransa ve Almanya'da 1987 yılı itibariyle birleşmelerin sayısı 3400'ü aştığı tahmin edilmektedir.¹³⁷

Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısında, patlama görülen Avrupa'daki şirket birleşmelerinin nedenleri arasında tek pazar oluşumunun arifesinde piyasa pozisyonunun kuvvetlendirilmesi, genişleme, yeniden yapılanma, araştırma - geliştirme gibi nedenler sıralanabilir. Şirketlerin şiddetli bir rekabet ortamında bulunması ve iç pazar kavramının ortadan kalkması, işletme birleşmelerini bazı alanlarda zorunlu hale getirmektedir. Ayrıca ABD, Japonya ve AB dışı Avrupa ülkelerinin firmaları 1992 yılından bu yana rekabet ortamına hazırlık yapmak, Avrupa Pazarı'nda pay sahibi olmak amacıyla topluluktaki firmalarla birleşmeyi tercih etmektedirler. AB pazarının ümit verici olması, topluluk dışı ülkelerin bu birleşmelere artan bir ilgi göstermelerine neden olmaktadır. Bir başka neden ise; çeşitli ülkelerde artan parasal ve ekonomik baskıların, işletmelerde değişimi ve ortak girişimleri zorunlu hale getirmesi, dünya piyasasında yoğun rekabet içinde yaşamak, büyümek için başka yol kalmadığının düşünülmesidir. Rekabetin ve araştırma geliştirme masraflarının artışı kâr marjlarının dar olması, teknolojinin karmaşıklaşması, şirketleri ulusal sınırları aşan birleşmelere zorlamaktadır. Bu gibi nedenlerle Avrupa'da son yıllarda birleşme ve satın almalar önemli hareketlerden biri olmuştur.

Avrupa'daki bilgisayar sektörüne baktığımızda, ABD'li Japon rakipleri karşısında güçsüz kalan Avrupa'lı bilgisayar üreticileri ayakta kalmak için birleşmeye gitmek zorunda kalmaktadırlar. Birleşmeyi gerçekleştiremeyen firmalar piyasadan çekilmektedirler. Bu durumdan diğer sektörlerde (havacılık, otomotiv, elektronik v.b.) etkilenmektedir. 1989 yılında 600 milyon dolar zarar eden Nixdorf Computer, Siemens

¹³⁷ Dünya Gazetesi ; “*Şirket Birleşmeleri ve Satınalmalar*”, a.g.e., s.3

tarafından satın alınmasına rağmen zarardan kurtulamamıştır. Rekabet edemeyen şirketlerin bu durumda büyük şirketlerin satın almaları kaçınılmaz olmaktadır.¹³⁸

Artan rekabet ortamında, pazardaki büyük firmaların işbirliğine gittikleri görülmektedir. Bunun son örneği akaryakıt sektöründe yaşanmıştır. BP ve Mobil şirketleri Avrupa’da rafineri, akaryakıt ve madeni yağ pazarlama konularında işbirliği yapma kararı aldıklarını açıklamışlardır. İki büyük uluslararası akaryakıt şirketi arasında varılan bu anlaşmaya dahil olan 43 ülke, 15 Avrupa Birliği üyesi ülkeyi, İsviçre, Türkiye, Kıbrıs ve tüm Avrupa ülkeleri ile Rusya’yı (Uralların Batısı) kapsamaktadır.

BP ve Mobil faaliyette buldukları veya yeni faaliyetler geliştirebilecekleri birleşme kapsamındaki her ülkede, rafineri, akaryakıt pazarlama ve madeni yağ işlerini içeren bir anlaşma düzenlemişlerdir. Bu birleşme, BP ve Mobil şirketleri akaryakıt pazarlama, rafinaj ve madeni yağ sektöründe gerek pazar payı, gerekse güçlü imaj oluşturma bakımından Avrupa’da en üst sıralara yerleşmesine neden olmuştur.

Birleşme öncesinde, Avrupa’da petrol sektöründe faaliyette bulunan şirketlerin pazar payları Tablo XVII’de verilmektedir.

TABLO XVII. Avrupa Petrol Sektöründe Faaliyette Bulunan Şirketlerin Pazar Payları

Akaryakıt Pazar Payları		Madeni Yağ Pazar Payları	
Shell	%12	Shell	%14
Esso	%11	Esso	%10
BP	% 8	BP	% 8
Mobil	%4	Mobil	%10

Kaynak: YASED Bülteni, Mart 1996, İstanbul, s.17

Bu rakamlardan da açıkça görüldüğü gibi bu beraberlik BP ve Mobil şirketlerini Avrupa’da toplam %12’lik Akaryakıt ve %18-19’luk Madeni Yağ Pazar payına ulaştıracak ve pazarda daha güçlü bir şekilde rekabet edebilmelerini sağlayacaktır.

¹³⁸ Dünya Gazetesi, “*Rekabet Avrupa Bilgisayar Üreticilerini Evliliğe Zorluyor*”, 26 Nisan 1991, s.6

Yine Avrupa genelinde olmak üzere rafinerilerde petrol işleme kapasitesi bazında, firmaların sahip oldukları potansiyel Tablo XVIII’de görülmektedir. Bu birleşme anlaşması, BP-Mobil şirketinin rakipleri ile bu sahada daha güçlü bir şekilde rekabet etme olanağına sahip olacağını göstermektedir.

TABLO XVIII. Avrupa Petrol Sektöründe Faaliyette Bulunan Şirketlerin Rafineri Kapasiteleri

Petrol Sektöründe Faaliyette Bulunan Şirketler	Rafineri Kapasiteleri
Shell	1.200.000 varil/gün
Esso	1.100.000 varil/gün
BP	850.000 varil/gün
Mobil	350.000 varil/gün

Kaynak: YASED Bülteni, Mart 1996, İstanbul, s.17

Her iki şirket Avrupa Komisyonu ve diğer gerekli onayların alınmasına paralel olarak, Avrupa çapında toplam varlıklarını bir araya getirerek, elde edilen kazanç şirketlerin hisseleri oranında paylaşılmıştır. BP ve Mobil şirketlerinin bu birleşme çerçevesinde sahip olacakları pay akaryakıt alanında % 70 BP, % 30 Mobil olmak üzere bölüşülürken, madeni yağ alanında ise % 51 Mobil, % 49 BP olarak gerçekleştirilmiştir.

80’li yılların sonunda başlayan ve devam eden Doğu Avrupa’daki değişiklikler de üreticilere yeni bir pazar açmıştır. Sovyetler Birliği’nde ve Doğu Avrupa ülkelerinde ekonomik ve politik reformların başlamasıyla birlikte, Doğu ve Batı Blokları arasındaki ekonomik bağlar belirgin bir değişikliğe uğramıştır. Son dönemde Batılı firmaların gözlerini çevirdikleri başlıca bölge Doğu Avrupa ülkeleri olmaktadır. Doğu Avrupa endüstrileri, kötü planlanmış, modası geçmiş teknolojiyle çalışmak zorunda kalmışlardır. Doğu Avrupa ekonomileri reformlarından başarıyla çıkabilmeleri için Batının yatırımlarına ihtiyaç duymaktadırlar.¹³⁹

Batı Avrupa ülkelerinin, COMECON ülkeleri (SSCB, Macaristan, Polonya, Çekoslovakya, Bulgaristan, Romanya ve Yugoslavya)’nin gerçekleştirdikleri ortak

¹³⁹ Dünya Gazetesi, “Doğu Avrupa Reformunun Başarısı Batı’nın Yatırımlarına Bağlı”, 11 Ocak 1990, s.11

yatırımların sayısı 1989 yılı sonu itibariyle 3.345'i bulmuştur. Doğu Avrupa ülkelerindeki yabancı yatırımların bin kadarı ise Sovyetler Birliği'nde bulunmaktadır. Sovyetler Birliği'ndeki yabancı yatırımların sayısı 1988 yılı başında 230, 1988 yılı Haziran ayında ise 700 dolayında olmuştur. Macaristan'da 102 dolayında bulunan yabancı ortaklık sayısı 600'e çıkmıştır. Macaristan'da Suzuki (Japonya) Ikarus ile birlikte yılda 50 bin otomobil üretmeyi hedeflemektedir.

Avrupa'daki şirket birleşmeleri, genelde farklı ülke şirketleri ile yapılan birleşme örnekleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu birleşmeler sonucunda ülkeler arası bir yabancı sermaye hareketi görülür. Doğu Bloku ülkelerinde yatırım yaparak, o firmalarla birleşen şirketler bu ülkelere teknoloji ve sermaye transfer ederek, karşılığında yeni bir pazar kazanmaktadırlar. Aynı zamanda birleştiği şirketi organizasyon ve yönetim olarak modernleştirmektedirler. Avrupa'daki büyük şirketler arası birleşmenin sebebi, genel olarak bu pazarda tekeli bir güce sahip olabilmek ve Avrupa dışındaki gelişmiş ülke firmalarıyla rekabet edebilmektir. Avrupa'daki firmalarla birleşmek isteyen gelişmiş ülke firmalarının amacı ise bu pazarın içinde olabilmek ve rekabette bir adım öne geçebilmektir.

4.4. AVRUPA BİRLİĞİ VE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Üye ülkeler arasındaki ticaretin her tür engelden arındırılarak serbestleştirilmesi, birliğin başta gelen hedeflerindedir. Hedeflenen, birlikteki kıt kaynakların etkin dağılımının sağlanmasıdır. Serbestleştirme ya da pazarda rekabet baskısının artması, daha fazla mal ve hizmet üretimini mümkün kılacaktır. Topluluk için üye ülkeler arası, ticaretin serbestleştirilmesi ne kadar önemli ise, bu entegre serbest ticaret alanını çeşitli suni engellerle bozulmadan kalmasını sağlamak ve güçlendirmek aynı derecede önemli olmuştur.

AET'yi kuran Roma Antlaşmasının hiçbir maddesinde "birleşmelerin kontrolü" ile doğrudan ilgili bir düzenleme bulunmamaktadır. 1989 yılına gelinceye kadar topluluk çaplı bir "birleşmelerin kontrolü sistemi" de oluşturulamamıştır.

Topluluk birleşmelere ilke olarak olumlu gözle bakmaktadır. Çünkü dinamik bir rekabetin gereklerine uygun oldukları gibi sanayinin rekabet gücünün artması, gelişme koşullarının iyileştirilmesi ve hayat standardının yükselmesi açısından da yararlı olacakları görüşünü paylaşmaktadırlar. Ancak bu yeniden yapılanmanın ortak pazardaki rekabet üzerinde kalıcı tehlike oluşturmamasına izin verilmemesi gerektiği görüşü gözardı edilmemiştir.

Daha evvelde değinildiği gibi Roma Antlaşması bu ihtiyaca cevap verememektedir. Roma Antlaşmasınının 85. ve 86. Madde'lerinde birleşmelere özel olarak değinilmemiştir. Fakat komisyon 1966 yılında yayınladığı "Ortak Pazarda Firma Birleşmeleri" konulu raporunda sözkonusu maddelerin birleşmelere uygulanabileceğini açıklamıştır. 86.Maddede tanımlanan "kötüye kullanma", rekabetin bir birleşme nedeniyle ortadan kaldırılması neticesinde gerçekleşmiş ve birleşmede taraflardan en az biri hakim durumda ise 86.Maddenin uygulanabileceği kuralı getirilmiştir. Başka bir deyişle, eğer hakim durumdaki bir teşebbüs ile birleşmiş ve bunun neticesinde bir monopol oluşturmuş ise davranış hakim durumu "kötüye kullanma" sayacak ve 86.Maddeye tâbi olacaktır.¹⁴⁰

Komisyon birleşmelerin kontrolü hakkında 18 Temmuz 1973 tarihinde bir tüzük ile ilgili kararını yayınlamış ve 23 Temmuz'da tasarımı konseye sunmuştur. Bu tüzük tasarısında işletme veya işletme grupları arasında birleşme tesis etme yetkisi olan ve taraflarından en az birinin Toplulukta yerleşik bulunduğu her türlü muamele dikkate alınmıştır. Birleşen tarafları, bu birleşme nedeniyle Ortak Pazar'da veya Ortak Pazar'ın önemli bir kısmında rekabeti önleyecek bir güce sahip olmuşlarsa veya bu yöndeki güçleri artmış ve bu durum üye ülkeler arası ticareti etkilemiş ise, söz konusu muamelenin Ortak Pazar'la bağdaşmaz addedileceği ve yasaklanacağı hükmü öngörülmüştür.¹⁴¹

21 Aralık 1989 tarihli işletmeler arası yoğunlaşmaların kontrolü hakkındaki tüzük bazı noktalarda daha önce hazırlanmış tasarılarından farklılıklar göstermiştir. Bu

¹⁴⁰ Barbaros İnceci, "AET Rekabet Politikası", *İktisadi Kalkınma: Seçme Yazılar*, Ankara, Mayıs 1986, s.36

farklılıklardan en önemlisi topluluk çaplı yoğunlaşmanın tanımında görülmektedir. Başlangıçta birleşmeye taraf işletmelerin tümünün, dünya çapında gerçekleştirdiği satışlar toplamını 750 milyon-1 milyar ECU'nun üstünde olması şartını getiren komisyon, kabul edilen yeni tüzükle, bu tüzüğün kabul edildiği tarihten itibaren 4 yıllık bir geçiş döneminin sonuna kadar dünya çapında yıllık satış toplamı şartı 5 milyar ECU'nun üstüne yükseltilmek suretiyle belirli bir süre için de olsa oldukça esnek bir hale getirilmiştir. Avrupa Topluluğunda gerçekleştirilen 1982-1989 yılları arasında yapılan birleşmeler Tablo XIX'de görülmektedir.

Tüzük, Avrupa Birliği Üyeleri tarafından kabul edilerek 21 Eylül 1990 tarihi itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Bu tüzükle beraber Avrupa Birliğindeki şirket birleşmeleri belli bir kontrol altına alınmıştır. Böylece yeni tüzüğe göre belirlenen birleşme şartları;

- i. Birleşmedeki ilgili işletmelerin tümünün, dünya çapında gerçekleştirdiği satışlar toplamı 5 milyar ECU'dan fazla olması,
- ii. Bu işletmelerden en az ikisinin, her birinin Topluluk çaplı satışları toplamı 250 milyon ECU'nun üstünde olması,
- iii. Bu işletmelerin her birinin toplam satışlarının üçte ikisinden fazlasını tek ve aynı üye devletle gerçekleştirmeyecekleri kararları kabul edilmiştir.

TABLO XIX. Avrupa Topluluğundaki 1000 Büyük Sanayi İşletmesi Tarafından Gerçekleştirilen Birleşmeler

Yıllar	Birleşme Sayısı
1982	117
1983	155
1984	208
1985	227
1986	303
1987	383
1988	492
1989	622

Kaynak:Dünya Gazetesi, "*Dünya'da Şirket Birleşmeleri*", Şubat 1992, s.7

¹⁴¹ Barbaros İnci, a.g.e., s.17

4.5. TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Türkiye'de şirket birleşmeleri daha çok 1950'li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde yeni teknoloji elde etme çabalarının bir sonucu olarak yabancı şirketlerle birleşme örneklerine rastlanmıştır.

1933 yılında Türk Ticaret Bankası, Üsküdar Bankası ile birleşerek Cumhuriyet döneminde rastlanan ilk birleşme olayını gerçekleştirmiştir. 1980'li yılların başından itibaren Avrupa, Amerika ve Uzak Doğu'da iş dünyasını etkisi altına alan şirket birleşmeleri kavramı, ülkemizde de kendini hissettirmiştir.

Batılı şirketler, Türkiye'nin konumu itibariyle gelişme gösteren çok büyük pazarlara yakınlığı ve 60 milyonluk pazar özelliği taşıması nedeni ile Türk şirketlerine yaklaşmak suretiyle yatırımlarını artırmaktadırlar.

1980 sonrasında daha çok görülmeye başlayan şirket birleşmelerinin altında yatan nedenler, 1950'lerdekinden farklılık taşımaktadır. Bankacılık sektöründeki birleşmelerin yanısıra özel sektörde de birleşmelere rastlanmasında uygulanan ekonomi politikalarının etkisi olmuştur. Birleşmelerin nedenleri arasında zor duruma düşen şirketlerin ucuza satın alınabilmesi ile sağlanan avantajlar ve vergi unsuru sayılabilir.

Son yıllarda Türk ve Yabancı şirket birleşmeleri daha sık görülmeye başlamıştır. Türk şirketleri Avrupa Tek Pazarı'nın oluşum sürecinde, bu pazarda var olma, pazarlama ve rekabet şanslarını artırma, yeni sermaye, teknoloji ve dağıtım ilişkileri sağlama amacıyla yabancı şirketlerle birleşmeleri tercih etmektedirler. Yabancı şirketlerle birleşme ile yeni ihraç pazarları Türk şirketlerinin ayağına gelmiş olmaktadır. Yabancı şirketler açısından ise Türkiye'nin işçi ücretleri düşük, bir imalat ülkesi olarak görülmesi, doğal kaynaklara ve 60 milyonluk bir iç piyasaya sahip olması, Batı Avrupa yanında BDT (Eski Rusya), İran, Irak, Libya gibi Pazarlar ve Orta Doğu Pazarlarıyla ilişkisinin bulunması faktörleri birleşmelerde etkili olmaktadır. 1985'ten bu yana Sabancı, Koç, Tekfen, Eczacıbaşı gibi büyük holdinglerin de adının geçtiği şirket

birleşmeleri örneklerinde yabancı ortaklar genellikle Avrupa Ülkelerinden gelmektedirler. Avrupa Birliğine tam üyelik sürecindeki Türkiye’de yabancı sermaye ile topluluğa daha kolay entegrasyonu sağlayacak, temel nitelikli alınan kararlardan biri de şirket birleşmeleriyle ilgilidir. Bu karara göre:

Ülkemize yabancı sermayenin geliş yolları ve işlemleri ile yeni modeller uygulanarak yatırımlar daha fazla teşvik edilmektedir. Bu modeller: yap-işlet-devret, tamamlama-kirala-devret, tamamlama-işlet-devret, direkt olarak %100 yabancı sermayeye yönelik yatırımlar, kısmen hisseli yabancı yatırımlar yada şirket birleşmelerine uygulanmaktadır.

Şirket birleşmeleri çalışmalarını Avrupa’da revaçta bir faaliyettir. Bu hareketin rasyonelleşmeyi sağlayıcı, teknoloji getirici ve yeni pazarlama kanalları oluşturması yönüyle yerli ve yabancı şirketler açısından bir çok faydaları olacaktır. Türk firmaları finansman ve teknolojik gelişme sağlarken, yabancı şirkette pazar payına ortaklık ve Türkiye’deki ucuz işgücünden faydalanacaktır. Bu cazip imkan dahilinde, özellikle topluluk şirketleriyle, Türk kuruluşların birleşme çalışmaları Avrupa Birliği’ne entegrasyonu güçlendirecektir. Yabancı firmaların Türk şirketleriyle Türkiye’de ortak girişimde bulunmalarının sebeplerini irdelersek:

i. Türkiye %70’i 30 yaşın altında, 60 milyonu aşkın nüfusu ve 94 yılındaki kriz öncesi, kişi başına 5000 \$ satınalma gücü paritesi ile dünyanın en büyük on beşinci pazarıdır.¹⁴² Türkiye yine çok bilindiği gibi, Doğu Avrupa, Orta Asya, Orta Doğu üçgenin tam ortasında, tüm bu pazarlarla çok sıkı ilişki içinde bir ülkedir. Türkiye İslami Kalkınma Bankası ve Asya Kalkınma Bankası ile Karadeniz Ekonomik İşbirliği (Türkiye, Bulgaristan, Romanya, Rusya, Moldavya, Gürcistan, Ukrayna, Azerbaycan, Ermenistan) hissedar üyesidir. İran, Pakistan ve Türk Cumhuriyetlerinin yer aldığı Birlik organizasyonunda yer almaktadır. Ortadoğu ülkeleri ile klasik ilişkilerinin ve Türki Cumhuriyetlere en yakın ülke olmanın ötesinde, Türkiye Doğu Avrupa ve Karadeniz ülkeleri ile de her geçen gün büyük süratle gelişen alışveriş içinde bulunmaktadır.

¹⁴² Yavuz Canevi, “*Turkey and Foreign Direct Investment*”, İstanbul:YASED Yayınları, No:47, Haziran

ii. Türkiye, 1 milyara yakın nüfusu olan bir üçgenin tam ortasında son derece stratejik bir konuma ve ilişkiler ağına sahip bir ülkedir. Pek çok transnasyonal şirket Doğu Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu faaliyetlerini yöneten, bölgesel temsilciliklerini Türkiye'ye taşırken, Tetrapak gibi bazıları bu üçlüye Afrika'yı da eklemiştirlerdir. Bütün bu gelişmeler, her geçen gün daha fazla uluslararası şirketin Türkiye'yi bölgenin merkezi olarak görmeye başladığını ve bir idare merkezi için gerekli unsurları Türkiye'de bulabildiğini göstermektedir.

iii. Türkiye dünyanın en liberal yabancı yatırım mevzuatlarından birine sahiptir. Alt yapı olanakları açısından ihtiyaçlara cevap verebilecek durumdadır, önceleri problem olan enerji yetersizliği darboğazı da aşılmıştır. İnsan kaynakları açısından ise, yabancı yatırımcılar Türkiye'yi dünyanın en ileri ülkeleri arasında saymaktadır. Kolay eğitilebilen (easily trainable) vasıfsız işgücünün yanında, çok iyi eğitim görmüş bir yönetici sınıf ve ortaklık yapılabilecek son derece dinamik bir girişimci sınıf bulunmaktadır.¹⁴³ Ayrıca ülkemizdeki işgücü fazlası, ücretlerin düşük olmasına sebep olmaktadır, bu sebepten maliyetlerde düşmektedir.

iv. Bütün bunların yanında, Türk insanı yeniliklere son derece açık bir toplumu oluşturmaktadır. Renkli televizyona geçiş, mobil telefon edinme gibi oranların, TV kanal sayısının yüksekliği ve reklam kuşaklarının yoğunluğu, Türkiye pazarının ne derece dinamik ve yeniliğe açık olduğunu göstermektedir.

Türkiye'de yapılacak yatırımlar, Türkiye'nin üye olduğu büyük anlaşmalarla güvence altına alınmıştır. Çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları, cazip teşvikler ayrıca avantaj sağlamaktadır. Bazılarını sıralamak gerekirse¹⁴⁴

MIGA üyeliği (Multinational Investment Guarentee Agency World Bank/ Dünya Bankası Enternasyonal Yatırım Garanti Fonu) ICSID üyeliği (International Settlement of Investment Disputes World Bank / Dünya Bankası Uluslararası Sermaye

1993, s.7

¹⁴³ Yavuz Canevi, a.g.e., s.9

¹⁴⁴ Yavuz Canevi, a.g.e., s.8

Yerleşim Forumu), Avusturya, Norveç, İtalya, Kore, Ürdün, Suudi Arabistan, Tunus, Romanya, Hollanda, Pakistan, İngiltere, Finlandiya, Kuzey Kıbrıs, Fransa, Almanya, İsveç, Belçika ile yapılan karşılıklı çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları ve Almanya, ABD, Hollanda, Belçika, Avustralya, İsviçre, Kuveyt, Bangladeş, Lüksemburg ile yapılan karşılıklı sermaye koruma anlaşmalarıdır.

Bahsetmiş olduğumuz bu faktörler neticesinde Türkiye’de yatırım yapan yabancı ortaklı kuruluşlar 1995 sonu itibariyle sayıları 3171’e ulaşmış bulunmaktadır. Bu kuruluşların Türk Lirası olarak bugüne kadar yatırdıkları sermaye toplamı ise 116.8 trilyon TL’dir. Tablo XX’de Türkiye’de bulunan büyük yabancı sermaye yatırımları görülmektedir.

En büyük 175 kuruluşun toplam sermayesi 84 trilyon TL’na, yani toplam sermayenin 3/4’üne ulaşmaktadır. 3171 firma ile ilgili yapılan bir inceleme, Türkiye’ye yatırım yapan yabancı kuruluşların yalnızca 500 dolayında bir bölümü, kayda değer, bilinen ya da küçük firma boyutunun ötesine geçtiğini göstermiştir. Bu 500 dolayındaki firmanın sermaye toplamının, toplam yabancı yatırımlar içinde %90’ın üzerinde bir paya sahip olacağı rahatlıkla tahmin edilebilmektedir.

Bu rakamlar, her ne kadar Türkiye’de 3000’in üzerinde yabancı yatırımcının bulunduğunu gösteriyorsa da, bunların büyük bölümünün 50-100.000 \$’lık küçük firmalar olduğunu, ciddi boyutta ve bilinen uluslararası yatırımcı sayısının ancak birkaç yüz olduğu Tablo XX’de görülmektedir.

İlk 175 firmaya baktığımızda, sayıları toplamın %5.5’i olan bu firmaların toplam sermayenin %72’sini oluşturmaktadır. Bu 175 firma, kayıtlı TL sermayesi 100 milyar TL’nin üzerinde olan firmalar olup, bu sermayeler Haziran 1993 itibariyle, yaklaşık 1 milyar doların üzerine karşılık gelmektedir. 1 milyar dolarlık bir yatırım, uluslararası ölçülerde küçük ölçekli yatırım olarak kabul edilmektedir. Burada vurgulanması gereken husus, TL sermaye rakamlarının çok anlamlı sonuç vermediği, bu sebeple, firmaların sermaye artış rakamlarını tespit ederken, rakamların dolara çevrilmesinin daha anlamlı sonuçların elde edilmesi açısından gerekli olduğudur.

Bu 175 büyük firmanın yatırımlarının yarısının, 6 sektöre dağıldığı görülmektedir. Sektörlerin başında açık farkla ve %18.3 oranla otomotiv sektörü gelmektedir. Bu orana oto yan sanayi dahil edilmemiştir. Otomotiv sektörünü bankacılık % 10.4, ticaret % 8.6, gıda % 5.4, lastik % 5.3 ve demir-çelik sektörleri takip etmektedir. İlk 6 sektöre tütün, çimento, turizm ve elektronik sektörlerinin eklenmesiyle oluşan ilk on sektör ise, toplam yatırımlarının 2/3'ünü % 69.2'sini oluşturmaktadır.

Genelde üst sıralarda yer alan ve yatırımların sürekli arttığı otomotiv sektöründeki firmalar Tablo XX'de Renault, Fiat gibi Avrupa firmalarının 1968 ve 1969 yıllarında Türkiye'ye yatırım yapmaya başladıkları görülmektedir. Bu firmalarla ortaklık kuran Türk firmaları teknoloji transferi yaparak, lisans hakkına sahip olmuşlar ve Renault ve Fiat bunun karşılığında, Türkiye pazarını ve ihracat imkanlarını kullanarak, ucuz ve kolay eğitilebilir iş gücünden yararlanmışlardır. Bu iki firmaya bakıldığında, genelde Türk Ortaklarıyla eşit oranlarda sermaye yatırımlarının yapıldığı görülmektedir. M.A.N. firması da % 30.88'lik bir yabancı sermaye payıyla, 1966 yılında M.A.N. Kamyon ve Otobüs San. A.Ş. firmasının kuruluşuyla yatırımına başlamış ve 1988 yılında ise kendi pazarlamasını yapacak M.A.N. Otobüs ve Tic.Ltd.Şti.'ni kurarak faaliyetlerini devam ettirmektedir. İlk 175 firma arasında Türkiye'ye geliş tarihi itibarıyla en eski firma 1954 kuruluşlu New Holland- Türk Traktör Ortaklığıdır. Listenin en başında yer alan Toyota - SA firması Japon ve Türk firmalar arasında iyi bir joint venture örneğidir. Sabancı ve Toyota firmaları kaynaklarını birleştirerek 1988 yılında başlayan ortak fizibilite çalışmalarının ardından Temmuz 1990'da yatırıma başlamışlardır. Toyota daha öncesinde, Türk Otomotiv sanayinin bir büyüme trendi içerisinde olduğunu ve yedek parça imal eden şirketlerin kurulmasının gündeme gelmesi ve o yıllarda Türk hükümetinin otomotiv sanayini modernize etmek isteği, özellikle Japonya'dan bir imalatçının ülkeye gelmesini arzu ettiği bilinmekte olduğundan bu faktörler yatırım kararını hızlandırmada rol oynamıştır.¹⁴⁵ Sonuçta 1990 yılında %50 yabancı %50 Türk sermaye ile Toyota-SA kurulmuştur. Üretim Adapazarı'nda 120.000 m²'lik kapalı alanda yılda 50.000 adet üretim kapasitesi ile çalışmaktadır. Türkiye için

¹⁴⁵ Yased Bülteni, "*Türkiye'de Büyük Yabancı Sermaye Yatırımları*", Temmuz 1996, İstanbul, s.10

modern teknolojinin ülkemize transferini sağlayan bu yatırım, Toyota için de 1993 yılında 437.000 adetlik rekor satışa ulaşarak, Türk otomotiv pazarında üretici olarak bulunmayı ve ayrıca Avrupa, Orta Doğu ve Türk Cumhuriyetleri pazarlarına yakınlık sağlamıştır. 1990 yılında Toyota-SA projesinin başlamasından bu yana geçen 7 yıl içinde otomobil sanayinin genel görünümünde büyük bir değişiklik meydana geldiğini görülmektedir. Üretilen Renault 19, Opel Vectra ve Astra, Fiat Tempra ve Tipo, Ford Escort gibi modeller 1990'ların başında bulunmamaktaydılar. Toyota-SA'nın Türk Otomotiv sanayinde modernleşme atılımının kıvılcımını çaktığı ve belki de yedek parça sanayinin bir kısmı üzerinde de benzeri bir etki yaptığı söylenebilir.¹⁴⁶

Otomotiv yan sanayi ve lastik sanayi sektörlerinde, Tablo XX'de yabancı ortaklıkların listenin üst sıralarında yer aldığı görülmektedir. Türk otomotiv sektöründeki talebin artışından dolayı hareketlenen lastik sektöründeki Bridgestone-Lassa ortaklığına bakıldığında yapılan ortaklık anlaşması gereğince, Lassa firması tüm varlıklarını, yeni firma Brisa'ya devretmiştir. Lassa'nın bu entegrasyona girmekteki asıl amacı, teknoloji transferidir. Lassa birleşme sonrası ihracatı ön şart koşmuş, yatırımlarla birlikte artacak kapasitenin en az %60'ının ihraç edilmesini istemiştir. Bridgestone ise Avrupa ve Kuzey Afrika pazarlarına yakınlık kazanmıştır. Ayrıca bu pazarlar için, lastik piyasasında maliyeti önemli yer tutan araştırma-geliştirme faaliyetlerini Türkiye'den yönetmek ve sürdürmek aynı işi Japonya'da yapmaktan daha kolay ve ucuz olmuştur. Bu birleşme sonucunda kalite hep ön planda olmuş, Türkiye'deki ilk ulusal kalite ödülünün ardından 1996 yılında Avrupa Kalite ödülünü almaya hak kazanmıştır.

Bankacılık sektöründeki yatırımlara Tablo XX'de ülkemizdeki tasarruf imkanlarının kısıtlı olması sebebiyle mali sektör (Bankacılık-Sigortacılık-Sermaye Piyasası) olumsuz yönde etkilenmektedir. Tasarruf mevduatlarıyla yeterince beslenemeyen bankalar ellerindeki birikimi, müteşebbislere yüksek faizli kredi olarak vermek durumunda kalmaktadırlar. Türk bankacılık sektörüne yatırım yapan yabancı yatırımcı açısından bu durum avantaj sağlamaktadır. Dış pazarlarda ülkemize göre daha kolay edinebildiği mevduat birikimlerini, ülkemizdeki müteşebbislere Türkiye'deki

¹⁴⁶ Yased Bülteni, "Türkiye'de Büyük Yabancı Sermaye Yatırımları", Temmuz 1996, İstanbul, s.11

yüksek kredi faiz oranlarından vererek aşırı bir kâr marjı ile çalışabilme imkanı tanımaktadır.

En çok yatırım yapılan diğer sektörlerle genel olarak bakıldığında, demir-çelik, tütün gibi sektörlerde yabancı sermayenin hammadde nedeniyle yatırımlar yaptığını söylemek mümkündür. Aynı sebeple turizm sektöründe de, ülkemizin turizm potansiyeli yabancı yatırımları çekmektedir.



TABLO XX. TÜRKİYE'DE BÜYÜK YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Aralık/1995

Firma Adı	Yabancı Ortak	Sektör	Sermaye % *	Ülke	Giriş Tarihi	Yatırım
TOYOTASA TOYOTA-SABANCI	TOYOTA MO.CORP.	OTOMOTİV	50	Japonya	1990	Sakarya
OTOMOTİV SAN.TİC. A.Ş.	RENAULT S.A.	OTOMOTİV	4188	Fransa	1969	Bursa
OYAK-RENAULT A.Ş.	PIRELLI TYRE HOLD N.V	LASTİK	3.370	Global	1960	Kocaeli
TÜRK PIRELLI LASTİKLERİ A.Ş.	PHILIP MORRIS HOLD.BV.	TÜTÜN	3000	Hollanda	1987	İzmir
BAYKARA VE TÜTÜN SAN.TİC.A.Ş.	CREDITIND IND.S.A.	BANKACILIK	2750	İsviçre	1985	İstanbul
INTERBANK A.Ş.	M.A.N. MUTZFAHRZEUGE A.K.T	TİCARET	2245	Almanya	1988	Ankara
M.A.N. KAMYON VE OTOBÜS LTD.ŞTİ.	M.A.N. MASCH AUG.A.G	OTOMOTİV	2245	Almanya	1966	İstanbul
M.A.N. KAMYON VE OTOBÜS A.Ş.	SIEMENS A.G.	HABERLEŞME	2154	Almanya	1994	İstanbul
TELSİM MOBİL TELEKOM A.Ş.	REGIE NAT DES.US.RENAULT S.A.	OTOMOTİV	2000	Fransa	1995	İstanbul
MAS MOTORLU ARAÇLAR A.Ş.	SOWESTRA B.V.	DEMİR-ÇELİK	1400	Hollanda	1990	Bursa
BOĞÇELİK ÇELİK SAN.TİC.A.Ş.	FORD MOTOR CO.	OTOMOTİV	1320	A.B.D.	1984	Eskişehir
OTOSAN OTOMOBİL SAN.A.Ş.	NORTHERN TELECOM LTD.	ELEKTİRİK	1247	Kanada	1967	İstanbul
NETAŞ NORTHERN ELECTRIC	FIAT S.P.A	OTOMOTİV	1200	İtalya	1968	Bursa
TELEKOMÜNİKASYON	BRIDGESTONE CORP.	LASTİK	1063	Japonya	1988	Kocaeli
TÜRK OTOMOBİL FAB T.A.Ş.	DAIMLER-BENZ A.G.	OTOMOTİV	1061	Global	1966	İstanbul
BRISA BRIDGESTONE SABANCI	METALL-MINING CORP.	MADENCİLİK	1005	Global	1984	Rize
LASTİK SAN.A.Ş.	HONDA MOTOR CO.LTD.	TİCARET 1000	49.00	Japonya	1992	İstanbul
MERCEDES-BENZ T.A.Ş.	BAYTUR S.A.	DEMİR-ÇELİK	1000	İsviçre	1982	İzmir
ÇAYELİ BAKIR İŞLM.A.Ş.	COMMERCIAL UNION CO.PLC.	BANKACILIK	1000	İngiltere	1990	İstanbul
ANADOLU HONDA OTOMOBİLÇİLİKA.Ş.	P.J.R.NABISCO INC.	TÜTÜN	980	Global	1992	İzmir
ÇUKUROVA ÇELİK END.A.Ş.	SOL HOTELS INT.S.A.	TURİZM	900	Panama	1989	Antalya
FİNANSBANK A.Ş.	AL RAJHI AND HIS FAMILY	DEMİR-ÇELİK	898	Suudi Arabistan	1985	İzmir
REYNOLDS TÜTÜN SAN.A.Ş.	LOCKHEED OF TURKEY	HAVA TAŞIT	814	A.B.D.	1984	Ankara
EPS TURİZM VE YATIRIM A.Ş.	COMPAGNIE FIN.OTTOMAN S.A.	BANKACILIK	800	Lüksemburg	1987	İstanbul
İZMİR DEMİR-ÇELİK	PEPSICO FOODS INT. HOL.	GIDA	750	Global	1989	İstanbul
TUSAŞ HAVACILIK VE UZAY SAN.A.Ş.	FTERNA INV. INC.	YATIRIM	700	Global	1991	İstanbul
OSMANLI BANKASI A.Ş.	FINANSMANI					
UZAY GIDA SAN.VE TİC.A.Ş.						
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.						

Firma Adı	Yabancı Ortak	Sektör	Sermaye % * **	Ülke	Giriş Tarihi	Yatırım
PHILIP MORRIS SA-PHILIP MORRIS SABANCI PAZ.SAT.A.Ş.	PHILIP MORRIS HOL.B.V.	TİCARET	700	Global	1994	İstanbul
HAPIMAG TURİSTİK YATIRIM TİC.A.Ş.	HAPIMAG&OTHER FOREIGN PARTNERS	TURİZM	683	İsviçre	1989	Mugla
MERLONİ ELEKTRODOMESTİCİ	ELETT S.P.A.	ELEKTRONİK	675	İtalya	1991	Manisa
EFES SİNAİ YATIRIMLAR VE TİC.A.Ş.	STICHING EMER.MAR.PEN.	TİCARET	650	Global	1995	İstanbul
POLİNAS PLASTİK SAN.TİC.A.Ş.	AGRO PROSESS S.A.HOLD	PLASTİK	600	Lüksemburg	1985	Manisa
SCA PACKING AMBALAJ SAN.VE TİC.A.Ş.	SCA PACKING EUROPE	KAĞIT	600	Hollanda	1995	Kocaeli
ELF-SELYAK PETROL ÜRÜN ÜRETİM VE PAZ.A.Ş.	ELF UNION OCEANE	PETROL	564	Fransa	1991	İstanbul
BNP-AK DRESNDR BANK A.Ş.	DRESNDR BANK A.G.	BANKACILIK	560	Global	1985	İstanbul
VESTEL ELEKTRONİK SAN.VE TİC.A.Ş.	COLLOR HOLDING B.V.	ELEKTRONİK	560	Hollanda	1985	Manisa
TURCAS PETROL A.Ş.	CASTROL LTD.	PETROL	521	İngiltere	1988	Kocaeli
R.J.REYNOLDS REKLAM VE PAZ.A.Ş.	R.J.REYNOLDS TOBACCO B.V.	ARAŞTIRMA	516	Hollanda	1990	İstanbul
TÜRK SIEMENS KABLO VE ELEKTRİK SAN.	SIEMENS A.G.	GELİŞTİRME	504	Global	1964	Bursa
UZKA KABLO METAL END.VE TİC.A.Ş.	ALCATEL KALE	ELEKTRİKLI MAKİNELER	500	Fransa	1993	İstanbul
GÜNEŞ SİGORTA	GAN INTERNATIONAL	SİGORTA	500	Fransa	1991	İstanbul
NESTLE TÜRKİYE GIDA SAN.A.Ş.	NESTLE S.A.	GIDA	500	İsviçre	1985	Bursa
CONSTAR AMBALAJ SAN.VE TİC.A.Ş.	WELLSTAR HOLD B.V.	AMBALAJ	470	Hollanda	1994	İzmir
SANIPAK SAĞLIK ÜRÜN SAN.VE TİC.A.Ş.	PROCTER&GAMBLE S.P.A.	KİMYASAL ÜRÜN	456	İtalya	1985	Kocaeli
BORUSAN BİRLEŞİK BORU FAB.A.Ş.	STANDART BANK LTD.	DEMİR-ÇELİK	450	İngiltere	1983	Bursa
MANNESMANN-SUMERBANK BORU T.A.Ş.	MANNESMANN RÖHN WERKE	METAL	450	Almanya	1955	Kocaeli
TAT KONSERVE VE SAN.A.Ş.	KAGOMECO LTD.	GIDA	450	Japonya	1988	Çanakkale
ABN AMRO BANK İST.ŞUBESİ	HOLLANDSEE BANK UNI NV.	BANKACILIK	439	Hollanda	1984	İstanbul
BAYER TÜRK KİMYA SAN.LTD.ŞTİ.	BAYER AG-DRUGOFA GMBH	KİMYASAL ÜRÜN	432	Almanya	1965	Kocaeli
BASTAŞ BAŞKENT ÇİMENTO SAN.A.Ş.	PARFİM SOC.DE PARTİN	ÇİMENTO	427	Fransa	1994	Ankara
SANDOZ ÜRÜNLERİ İLAÇ SAN.LTD.ŞTİ.	SANDOZ PHARMA A.G.	KİMYA	426	İsviçre	1956	İstanbul
PEG PROFİLO ELK GEREÇLER SAN.A.Ş.	BOSCH SIEMENS HAUSGERATE	ELK-ALETLER	417	Almanya	1990	Tekirdağ
KONYA ÇİMENTO SAN.A.Ş.	PARFİM S.A.	ÇİMENTO	406	Fransa	1991	Konya
PROCTER AND GAMBLE TÜK.MAL.SAN.	PROCTER AND GAMBLE	KİMYA	403	Global	1987	İstanbul
ELECTROLUX DAYANIKLI TÜK.MAL SAN. VE TİC.A.Ş.	ELECTROLUX A.B.	TİCARET	400	İsveç	1993	İstanbul
KAR GIDA SAN.VE TİC.A.Ş.	UB INVESTMENTS PUBLIC LTD.CO.	GIDA	400	İngiltere	1995	İstanbul
OTOYOL SAN.A.Ş.	IVECO FIAT S.P.A.	OTOMOTİV	400	İtalya	1989	İstanbul
TABAŞ PETROL	DU PONT ENERY COMP.	PETROL,KÖMÜR	400	A.B.D.	1995	İstanbul
TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAK.A.Ş.	NEW HOLLAND N.V.	OTOMOTİV	400	Hollanda	1954	Ankara
EGE ÇELİK ENDÜSTRİ SAN.TİC.A.Ş.	SIDER IMPEX A.G.	DEMİR-ÇELİK	375	İsviçre	1987	İzmir
CARREOUR TİCARET MERKEZİ A.Ş.	CARREFOUR	TİCARET	365	Fransa	1991	İstanbul

Firma Adı	Yabancı Ortak	Sektör	Sermaye % * **	Ülke	Giriş Tarihi	Yatırım
LEMMEZ-İNCİ JANTSAN A.Ş.	LEMMEZ-HOLDING GMBH	OTOMOTİV YAN SAN	360	Almanya	1992	Manisa
GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	GOODYEAR TIRE RUBBER COMP.	KİMYA	356	Global	1961	Kocaeli
GENERALE MRK. İSTANBUL	SOCIETE GENERALE	BANKACILIK	348	Fransa	1990	İstanbul
ECZACIBAŞI BAXTER HASTANE ÜRÜNLERİ SAN.TİC.A.Ş.	BAXTER S.A.	KİMYA	340	Belçika	1994	İstanbul
ARNAUD METALBOX AMBALAJ SAN VE TİC.A.Ş.	CMB BEVCAN S.A.	METAL	330	Global	1992	Kocaeli
ÇAKIROVA TURİZM YATIRIMLARI A.Ş.	SUNWING AB&CORINTHA INV.	TURİZM	330	Global	1987	Antalya
ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	LAFARGE COPPEE S.A.	ÇİMENTO	321	Global	1990	Kocaeli
THE CHASE MANHATTAN ANKARA,İSTANBUL MERK.ŞUBELERİ	THE CHASE MANHATTAN BANK	BANKACILIK	320	A.B.D.	1984	İstanbul
ALBARAKA TÜRK ÖZEL FİNANS KUR.A.Ş.	IDB&OTHER PARTNERS	BANKACILIK	300	Global	1986	İstanbul
TURKISH BANK A.Ş. İST ŞUBESİ	TÜRK BANKASI LTD.	BANKACILIK	300	Kuzey Kıbrıs	1982	İstanbul
MARSA KRAFT JACOBS SUCH YABANCI GIDA SAN.VE TİC.A.Ş.	HUDSON COMMER C.CO.	GIDA	290	A.B.D.	1993	Adana
ÇELİKKORD A.Ş.	TYRE HOLDING	DEMİR,ÇELİK	288	Global	1985	Kocaeli
THE SHELL COMPANY OF TURKEY LTD. TÜRK ŞUBESİ	THE SHELL PETROL CO.	TİCARET	284	İngiltere	1984	İstanbul
ATAŞ JANT SAN VE TİC.A.Ş.	LEMMEZ HOLDING GMBH	OTOMOTİV YAN SANAYİ	280	Almanya	1995	İzmir
DOĞUŞ AGF YATIRIM VE TİC.A.Ş.	AGF.INT	YATIRIM	273	Fransa	1992	Ankara
LEVER TEMİZLİK MADDE SAN TİC.A.Ş.	MAVIBEL BV.	KİMYASAL ÜRÜN	265	Hollanda	1994	Kocaeli
YENİ GLAXO- WELLCOME İLAÇ SAN.A.Ş.	GLAXO GROUP LTD	KİMYA	259	İngiltere	1984	Kocaeli
ÇİRAĞAN SARAYI VE İŞL.GELİŞTİRME İNŞ. VE TURİZM A.Ş.	TAKSİM CO.LTD.	TURİZM	256	Global	1986	İstanbul
BİRLEŞİK TÜRK KÖRFEZ BANKASI A.Ş.	SHEIKH MOHAMAD BIN HAMAD MOBİL PETROLIUM CO.INC.	BANKACILIK TİCARET	250	Katar	1988	İstanbul
MOBİL OİL TÜRK A.Ş.	SCA PACKING EUROPE B.V.	KAĞIT	250	A.B.D	1985	İstanbul
SELKASAN KAĞIT VE PAKET MALZ. SAN.TİC.A.Ş.	CITIBANK N.A.	BANKACILIK	245	Hollanda	1992	İzmir
CITIBANK İSTANBUL MERKEZ.ŞUBE MURAT CİHAN SAĞLIK TARAMA SAN.TİC.LTD.ŞTİ	PAUL GERHARD MEIER	SAĞLIK	241	A.B.D	1980	İstanbul
MERKO GIDA SAN. VE TİC.A.Ş.	DUNCAN JOHN BLAKE	GIDA	240	Almanya	1993	İstanbul
PEPSI COLA SERVİS VE DAĞITIM A.Ş.	NEDERLAND B.V.	HİZMET	240	İngiltere	1991	Kocaeli
MAHIR NUMAN KIRTAŞIYE SAN.TİC.A.Ş.	LEITZ GRUNDS GMBH	TİCARET	237	Hollanda	1992	İstanbul
MC DONALD'S RESTAURANTLARI A.Ş.	MC DONALD'S REST.OPER	RESTAURANT	235	Almanya	1994	İstanbul
HELLER FACTORING A.Ş.	HELLER INT.GROUP INC&IFC	FİNANSAL KİRALAMA	228	A.B.D.	1986	İstanbul
BESAN BESİN SAN.TİC.A.Ş.	CPC INT &OTHER PARTNERS	GIDA	225	Global	1992	İstanbul
				A.B.D.	1985	İstanbul

Firma Adı	Yabancı Ortak	Sektör	Sermaye % * **	Ülke	Giriş Tarihi	Yatırım
INDOSUEZ EUROTÜRK MERCHANT BANK	BANQUE INDOSUEZ	BANKACILIK	223	Fransa	1989	İstanbul
AKSAN MAKİNA MEŞR.KUTULAMA SAN.A.Ş.	ATLANTIC INDUSTRIES LTD.	GIDA	221	A.B.D.	1988	İstanbul
SIMKO TİC.SAN.A.Ş.	SIEMENS A.G.	ELK.MAKİNALAR	221	Almanya	1959	İstanbul
CREDIT LYONNAIS MERKEZİ İST.MRK.ŞB	CREDIT LYONNAIS	BANKACILIK	219	Fransa	1985	İstanbul
COMSAT DİJİTAL HİZ.A.Ş.	COMSAT INVESTMENTS INC.	HİZMET	215	A.B.D.	1991	İstanbul
TÜRK HENKEL KİMYEVİ MAD.SAN.TİC.A.Ş.	HENKEL KGAA	KİMYASAL ÜRÜN	210	Almanya	1963	Kocaeli
BİRECİK BARAJ VE HİDROELEKTRİK SANT. VE TES.İŞ.A.Ş.	VERBUND PLAN GES.	DİĞER	205	Global	1995	Ş.Urfa
VALEO DEBRİYAJ END.A.Ş.	VALEO S.A.	OTOMOTİV YAN SANAYİ	204	Fransa	1981	Bursa
ALCATEL TELET A.Ş.	ALCATEL BELL TELEP.	ELEKTRONİK	200	Global	1985	İstanbul
AXA OYAK HAYAT SİGORTA A.Ş.	AXA S.A.	SİGORTA	200	Fransa	1995	İstanbul
BİRLEŞİK YATIRIM BANKASI A.Ş.	JORDAN AND GULF BANK	BANKACILIK	200	Global	1990	İstanbul
İSVİÇRE SİGORTA A.Ş.	INSURANCE COM.LTD.	SİGORTA	200	İsviçre	1988	İstanbul
ORTADOĞU RULMAN SAN.TİC.A.Ş.	IMPO TEP.VEST.GMBH	METAL ÜRÜNLER	200	Almanya	1982	Ankara
TUSAŞ MOTOR SAN.A.Ş.	G.E.T.S. INC.	HAVA TAŞIT ARAÇ.	200	A.B.D.	1985	Eskişehir
ÜLKER GIDA SAN.TİC.A.Ş.	ALTFEED COMP.FOR.INV.	GIDA	200	Bahreyn	1992	İstanbul
ERKABLO SAN VE TİC.A.Ş.	ALCATEL/CABLES	ELK.MAKİNALAR	199	Fransa	1991	İstanbul
BUFER ELEKTRİK SAN.A.Ş.	E.E.L.ELECTRIC B.V.	ELK.MAKİNALAR	192	Fransa	1991	Kocaeli
ABBOTT LABORATUAR TİC.A.Ş.	ABBOTT LABORATORIES	TİCARET	186	A.B.D.	1988	İstanbul
ONUR AIR TAŞIMACILIK A.Ş.	MARMARA S.A.	HAVA TAŞİMA	180	Fransa	1992	İstanbul
UNIKOM GIDA SAN.VE TİC.A.Ş.	UNILEVER	GIDA	180	Hollanda	1993	İstanbul
GÖKTRANS TURİZM VE TİC.A.Ş.	TOA INV. PTE. LTD.	TURİZM	177	Singapur	1991	İstanbul
MEYNA TARIM ÜRÜNLERİ SAN.İHR. A.Ş.	VOYAGER LTD.	SERVİS	170	İngiltere	1985	Hatay
NACANCO PAKETLEME SAN.VE TİC.A.Ş.	AMERICAN NATIONAL CAN CO.	METAL ÜRÜNLER	167	A.B.D.	1988	Manisa
CHAROEN POKPHAND ENTEGRE GIDA	CHAROEN POKHAND DEV.LTD.	GIDA	162	Virjin Adaları	1987	Bursa
BEKSA ÇELİK KORD.SAN.TİC.A.Ş.	BEKAERT HOLD.BV.	METAL	160	Global	1987	Kocaeli
PROFİLO TELRA ELEKTRONİK SAN.A.Ş.	THOMSON COPNSUMER ELECS.A.	ELEKTRONİK	160	Fransa	1990	Tekirdağ
DEMİREK KABLO TESİSLERİ SAN.TİC.A.Ş.	ELECTROGEAR INC.	METAL	159	A.B.D.	1980	Bilecik
BOZKURT MENSUCAT SAN.A.Ş.	DOLLFUS MIEG ET CIE	HAZIR GIYİM	153	Fransa	1990	İstanbul
ANADOLU OTOMOTİV SAN.TİC.A.Ş.	CJTOH AND CO. LTD.	OTOMOTİV	150	Global	1986	İstanbul
ARAP TÜRK BANKASI A.Ş.	LIBYAN ARAB FOREIGN BANK	BANKACILIK	150	Global	1975	İstanbul
ÇUKUROVA SAN.İŞL.A.Ş.	BAYTUR S.A.	HAZIR GIYİM	150	İsviçre	1981	İçel
MARKOL OTOMOTİV YAN.SAN.VE TİC.A.Ş.	GILARDINI S.P.A.	OTOMOTİV	150	A.B.D.	1994	İstanbul
TEKFEN YATIRIM VE FİNANSAL A.Ş.	TURDEMA B.V.	TİCARET	150	Hollanda	1988	İstanbul
VOLKSWAGEN ELK.SİS.A.Ş.	BANKO ESPANOL DE CREDITO	BANKACILIK	150	İspanya	1990	İstanbul
TEKFEN SAN YAT. A.Ş.	VOLKSWAGEN BRONETZE GMBH	OTO YAN SAN.	150	Almanya	1990	Tekirdağ
ROCHE MÜSTAHAZARLARI A.Ş.	TST INT.LTD.	TİCARET	145	İngiltere	1989	Ankara
FAISAL FİNANS KURUMU A.Ş.	ROCHE HOLDING LTD.	KİMYA	140	Almanya	1991	Kocaeli
GARANTİKOZA İNŞ.SAN.TİC.A.Ş.	M.AL FAİSAL AL SOUD	BANKACILIK	130	Global	1986	İstanbul
	HOCHTIEF A.G.	İNŞAAT	120	Almanya	1987	İstanbul

Firma Adı	Yabancı Ortak	Sektör	Sermaye % * **	Ülke	Giriş Tarihi	Yatırım
HONDA ANADOLU MOTORSIKLET ÜRETİM VE PAZARLAMA A.Ş.	HONDA MOTOR LTD.	TİCARET	120	Japonya	1995	İstanbul
ELEKTROTEKNIK SAN. A.Ş.	SIEMENS AKT.	ELK.MAK.	120	Almanya	1990	İstanbul
OPAR OTOMOTİV PARÇALARI A.Ş.	FIAT AUTO S.P.A.	OTO YAN.SAN.	120	İtalya	1992	İstanbul
TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	POSTI-JA TELELATIOS	HABERLEŞME	120	Finlandiya	1993	İstanbul
TÜRK YITONG SANAYİ A.Ş.	YTONG A.G.	SERAMİK	115	Almanya	1988	İstanbul
DENİZLİ ÇİMENTO SAN.T.A.Ş.	FERMETEX TRADING S.A.	ÇİMENTO	110	Panama	1995	Denizli
AEG FTİ ELK.END.A.Ş.	AEG AKTIENGESELLSSCHAFT	ELK.MAK.	108	Almanya	1966	Kocaeli
TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SAN.A.Ş.	TUBORG INTERN. A.Ş.	GIDA	100	Global	1967	İzmir
BIANCHIBİSİKLET SAN.VE TİC. A.Ş.	FAB.ITA.VELEDOARDA BIANC	TAŞIT	100	İtalya	1992	İzmir
İPEK KAĞIT SAN.VE TİC.A.Ş.	JAMONT N.V.	KAĞIT	100	Hollanda	1989	Kocaeli
ORGANİK KİMYA SAN.TİC.A.Ş.	PROCHIM HOLDİNG S.A.	KİMYA	100	Lüksemburg	1982	İstanbul

MİLYAR TL / **YABANCI SERMAYE PAYI

KAYNAK:YABANCI SERMAYE DERNEĞİ BÜLTENİ, EYLÜL 1996,İstanbul ,s. 4-7.

4.6.ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN SEKTÖRLER İTİBARIYLA İNCELENMESİ

Son yıllarda gelişen dünyaya ayak uydurmak zorunda kalan şirketler, buldukları sektör itibarıyla rekabet şanslarını artırabilmek için birleşmeye yönelmektedirler. İç ve dış piyasaya bakıldığında görülmektedir ki rekabet edebilmek için pazarda, iyi fiyat ve iyi kaliteye sahip güçlü bir şirket olmak gereklidir. Bu nedenle özellikle petrol ürünleri, bankacılık, sigorta, beyaz eşya, çimento, uçak, lastik v.b. birçok sektörde bileşme bu şartları sağlayabilen en iyi yol olmaktadır.

4.6.1. Sigorta Sektöründe Yasal Düzenlemeler

Ülkemizde sigorta şirketleri geniş ölçüde ve ayrıntılı bir biçimde yasal düzenlemeye tabi tutulmuş bulunmaktadır. Sigortacılık sektörünün genel olarak kapsamını belirleyen yasal düzenlemeler ülkemizde sigorta ve reasürans şirketleri ile aracılardan kuruluş, çalışma esasları ve tasfiyeleri, zorunlu sigortaların, sigorta sözleşmeleri hukukunun temellerini oluşturmaktadır.¹⁴⁷ Bu yasal düzenlemelerin önemlilerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- i. 7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanunu,
- ii. Türk Ticaret Kanunu (TTK),
 - Gelir Vergisi Kanunu,
 - Kurumlar Vergisi Kanunu,
 - Gider Vergileri Kanunu.
- iii. Mükerrer Sigorta Hakkında 1160 sayılı Kanun,
- iv. Sigorta Şirketleri Hizmetlerinin Başbakanlığa Devri Hakkında Kanun Hükmündeki Kararname'ler

¹⁴⁷ KARACAN Ali İhsan, *Sigortacılık ve Sigorta Şirketleri*, İstanbul: Bağlam Yayıncılık, 1994, s.261

v. Sigorta Murakabe Kurulu Tüzüğü

- Sigorta Tetkik Kurulu ve Tarife Komiteleri Yönetmeliği,
- Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliğinin Kuruluş ve Çalışma Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik,
- Sigorta ve Reasürans Aracıları Hakkında Yönetmelik,
- Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin Kuruluş ve Çalışma Esaslarına Dair Yönetmelik,
- Karayoluyla Şehirlerarası Yolcu Taşımaları Hakkında Yönetmelik,
- Karayoluyla Uluslararası Yolcu ve Eşya Taşımaları Hakkında Yönetmelik,
- Tehlikeli Maddeler ve Tüp gaz Sorumluluk Sigortaları Hakkında Karar ve Tebliğler.

4.6.2. Sigorta Sektöründe Şirket Birleşmeleri

Sigorta sektöründe bulunan şirketlerin, birleşme şartları ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Genelde sigorta şirketlerinin , bir banka ile birleşmesi uygun görülmemektedir. Örnek olarak Belçika, Kanada, Finlandiya ve Japonya’da bu tür birleşmeye yönelik girişimler yasaklanmıştır. Avustralya’da bankaların, sigorta sektöründen bir firma ile birleşme örnekleri ancak 1985’den beri mümkün olabilmektedir. İngiltere’de 1986 tarihli kanun Building Society kurumlarının sigorta şirketi kurmalarına izin vermiş ve aynı zamanda Bank of England, bankaların özel sorumluluk alanında sigorta şirketlerinin bankacılıkla uyuşmadığı görüşünde birleşmişlerdir. ABD’de ulusal bankalar ile banka holding şirketlerinin yalnızca kredi, hayat ve iş göremezlik alanında sigorta şirketleri ile birleşme olanakları bulunmaktadır. Ancak ABD’de eyalet düzeyinde farklı uygulamalar vardır. Güney Dakota’da bankaların bütün sigorta dallarında birleşmeler mümkün olabilmektedir. İlke olarak ABD’de tasarruf birlikleri, tasarruf bankaları ve yatırım bankaları sigorta şirketi kurabilmektedirler.

Diğer yandan Japonya, Avustralya, Kanada ve Finlandiya’da sigorta şirketlerinin bankalar ile birleşmesi yasaktır. ABD’de sigorta şirketleri banka dışında her alanda birleşmeye yönelik girişimde bulunabilmektedirler. Sigorta şirketleri tasarruf

birlikleri ve yatırım bankalarına katılımda bulunabilmektedirler. Kanada düzenlemeleri, ancak ülke dışında sigorta şirketlerinin banka ile birleşmesine izin vermektedir.¹⁴⁸

Bankaların sigorta şirketi kurmasının en başarılı örneklerinden birisi Fransa'da Credit Agricole tarafından kurulan Predica oluşturmaktadır. Bu şirket üç yıl içinde Fransa'nın ikinci büyük hayat sigortası şirketi olmuştur. Bu şirketin başarısı; personel eğitimi, ürün hattı, dağıtım kanalı etkinliği ve karmaşık müşteri yönetim tekniğine dayanmaktadır. Bu yaklaşımın diğer bazı başarılı örnekleri de bulunmaktadır. İngiltere'de Trustee Savigs Bank (TSB)'ın TSB Trust Company ile, Almanya'da Deutsche Bank'ın Deutsche Bank Lebensversicherung ile, Avustralya'da Westpac Banking Corporation'un Westpac Life ile çok başarılı birleşme örnekleri bulunmaktadır.

Buna karşılık tersi yöntemin yani sigorta şirketinin banka kurmasının örnekleri azdır. Bunun üç örneği, İtalya'da Allianz- RAS, İspanya'da Corpracion Mapfre ile Banco Mapfre, Fransa'da AGF- Banque Generale de Credit dir.

Bankaların sigorta şirketi kurması yada sigorta şirketlerinin banka kurması ile ilgili dünyadaki örnekleri incelediğimizde, bir başka yönden de sigorta şirketlerinin banka satın alması yada bankaların satın aldığı sigorta şirketlerinin bulunduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bunun örneklerinden birisi 1988 yılında Fransız devlet mülkiyetindeki Group Assurance Natioale (GAN)'ın şube ağını ve müşteri bazını kullanmak için Credit Industriel et Commercial (CIC)'ı satın almasıdır. Bir başka örnek Almanya'da önde gelen sigorta şirketlerinden birisi olan Aachner und Münchener Beteiligungs (AMB)'un Bank für Gemeinwirtschaft (BGF)'ı satın almasıdır. İngiltere'de Black Horse Life şirketine sahip olan Lloyds Bank yine önemli bir sigorta şirketi olan Abbey Life'ı satın almıştır.

Pazarda rekabet, pay artırabilmek için yapılan diğer birleşme örneklerinden birisi, Avrupa'nın en büyük şirketi olan Allianz ile Almanya'nın ikinci büyük bankası olan Dresdner Bank arasındaki birleşmedir. Bir başka örnek Fransa'da Union des Assurances de Paris (UAP) ile Baque Nationale de Paris (BNP) arasındaki birleşmedir.

¹⁴⁸ KARACAN Ali İhsan, a.g.e., s.234

İtalya'da hayat piyasasına giren dünyanın en büyük tasarruf bankalarından birisi olan Cariplo ile İngiliz TSB birleşmişlerdir.

İskoçya'da Royal Bank of Scotland ile Scottish Equitable hayat sigorta alanında faaliyet gösterecek Royal Scottish Assurace isimli bir şirket kurmuşlardır. Yine Hollanda'da üçüncü büyük banka olan NMB-Postbank ile en büyük sigorta şirketi Nationale- Nederlanden birleşmişlerdir. Bir diğer birleşme örneği 1990 yılında Avustralya'da olmuştur. Üçüncü büyük banka olan ANZ ile ikinci büyük sigorta şirketi National Mutual birleşmişlerdir. Tablo XXI'de Avrupa'da sigortacılık endüstrisindeki 1986-1990 yılları arasında yapılan birleşme ve satınalmalar gruplandırılmıştır.

Birleşme çalışmalarında, başarılı olabilmek için rekabetçi bir ortamda olağanüstü çaba göstermek gerekmektedir. Bu yeni bir organizasyon, efektif ve hızlı bir rasyonalizasyon, sistemlerin bütünleştirilmesi, eğitim, yönetim hedefleri ve kontrol konularında yeniden düşünmeyi ve yapılanmayı gerektirir. Bu konuda çeşitli yaklaşımlar vardır;

- Şube personelinin sigorta satması,
- Sigorta satış elemanlarının şubelere konulması,
- Direkt satış,
- Satış kanallarının rasyonelleştirilmesi.

Şube düzeyinde pratik organizasyon ilk iki seçenekte kritik unsur olacaktır. Organizasyonun banka ve sigorta personelinin çok sayıdaki kültür farklarının doğurduğu sorunların üstesinden gelmesi gerekir. Şube yöneticisi sigorta poliçesi satmak için teşvik edilmelidir. Banka yöneticileri müşterilerini, onlara yönelecek sert ve ısrarlı sigorta satış tekniklerine karşı genellikle korumak istemektedirler. Çünkü bankaların müşterilerine yönelik geleneksel satış teknikleri sigortacılarınkinden genel olarak oldukça farklı olmaktadır.

Ülkemizde bankaların doğrudan sigortacılık ürünü, sigorta şirketlerinin de doğrudan bankacılık ürünü üretmeleri mümkün değildir. Burada bankaların yapacakları faaliyetlerin sayılması yoluna gidilmeyip "mevduat kabulü ve her türlü bankacılık

muameleleri” deyimini kullanılması buna karşılık sigorta mevzuatında da sigorta şirketlerinin “sigortacılık ile bağdaşan işler dışında” işler ile iştigal edemeyecekleridir. Ayırımdaki bu belirsizlik bazı geçişmelere neden olabilmekte veya olanak tanıyabilmektedir.

Sigorta şirketlerinin bankalara, bankaların sigorta şirketlerine katılmasını engelleyen bir düzenleme yoktur. Ancak bankacılık düzenlemeleri, sermayeden iadeye yol açtığı için karşılıklı iştiraki yasaklamamıştır. Ülkemizde bankaların çoğunluğunun doğrudan ilişkisi bulunan bir sigorta şirketi bulunmaktadır. Ülkemizdeki tarihsel gelişim bankaların sigorta şirketi kurması yönündedir. Sigorta şirketinin banka kurma örneği yoktur.¹⁴⁹

¹⁴⁹ KARACAN Ali İhsan, a.g.e., s.235-237

**TABLO XXI. Avrupa'da Sigortacılık Endüstrisindeki Birleşme ve Satınalmalar
1986-1990**

Firma	Devralınan Şirket	Yılı
Allianz (Almanya)	Cornhill (İngiltere)	1986
	RAS (İtalya)	1987
	Hungarino Bustosito (Macar)	1989
	Compaigne Mixte (İspanya)	1989
	Doğu Alman Devlet Sigorta Şirketleri	1990
GroupeVictorie (Fransa)	Colonia (Almanya)	1989
	La Previseria Hispalense (İspanya)	1989
	Prudential Italia (İtalya)	1990
UAP (Fransa)	Royale Belge	1989
	Allsecures (İtalya)	1990
	GESA (İspanya)	1990
UAP Re	SCOR (Fransa)	1990
SCOR	Deutsche Contiental Re (Almanya)	1989
AGF (Fransa)	Insurance Corp. of Ireland	1990
	Assubel- Vie (Belçika)	1989
	Kosmos (Yunanistan)	1989
	Canada Surety	1990
GAN (Fransa)	General Portfolio (İngiltere)	1990
	Allianza de Seguros	1990
Zurich (İsviçre)	Maryland Casualty (ABD)	1988
Winterhur (İsviçre)	General Casualty Wisconsin (ABD)	1990
	Intercontinentale (İtalya)	1989
	Transatlantische Allgemenie (Almanya)	1989
	Wand AG (Almanya)	1990
Bernoise (İsviçre)	Amaya (İspanya)	1990
Swiss Re (İsviçre)	Lloyd Adriatico (İtalya)	1989
Royal (İngiltere)	Lloyd Italico	1989
GRE (İngiltere)	Polaris Vita, Sipea, Cidas (İtalya)	1989
Minet (İngiltere)	Anglo-Swiss (İsviçre)	1989
	Essar (Hong Kong)	1990
	Essar (Norveç)	1990
Norwich Union (İngiltere)	Plus Ultra (İtalya)	1990
Generali (İtalya)	Busiess Men's Assurance (ABD)	1990
	Unio Suisse (İsviçre)	1989
NetherlandsRe (Hollanda)	Victoria Insurance (İngiltere)	1990
NV AMEV (Hollanda)	Groupe AG (Belçika)	1990

Kaynak : Samuel L. Hayes, *Financial Services-Perspectives and Challenges*,
Harvard Business School Press, 1993

4.6.2.1. Nordstern- İmtaş Sigorta Şirket Birleşmeleri

Fransa'nın bir numaralı sigorta şirketleri grubu UAP ile Almanya'nın ikinci büyük sigorta şirketleri grubu Colonia Konzern AG üyesi Nordstern Sigorta A.Ş. Türkiye'deki güçlerini 1 Ekim 1996 tarihi itibarıyla birleştirmişlerdir. Buna göre UAP International üyesi "İmtaş Sigorta A.Ş." ve "İmtaş Hayat A.Ş." yönetim kurulları Aralık ayında yaptıkları olağanüstü genel kurul toplantısında geleceğe yönelik stratejik bir yapılanmayı onaya sunmuşlar, alınan karara göre İmtaş Sigorta A.Ş. ve İmtaş Hayat Sigorta A.Ş.'lerinin Türkiye'deki hisselerini merkezi Köln ve Berlin'de bulunan Nordstern Allgemeine Versicherung AG. üstlenmiştir. İmtaş Sigorta A.Ş.'nin adı da "Nordstern İmtaş Hayat Sigorta A.Ş." olarak değiştirilmiştir.¹⁵⁰

Dünyanın her yerinde iştirakları bulunan, AXA ve UAP Gruplarının Türkiye'de de AXA Oyak Hayat, Oyak, Nordstern, Nordstern İmtaş ve Nordstern İmtaş Hayat Sigorta şirketlerinde hisseleri bulunmaktadır. UAP ve AXA Grubu, hayat sigortalarında, 148 milyar FF, hayat dışı sigortalarda 105 milyar FF, reasüransta 18 milyar FF ve finansal hizmetlerden 42 milyar FF olmak üzere 1995 yılında toplam 313 milyar FF tutarında iş hacmi gerçekleştirmişlerdir. Bu iş hacminin 212 milyar FF'ını Avrupa'dan, 65 milyar FF'ını Kuzey Amerika'dan, 17 milyar FF'ını Asya Pasifik ülkelerinden elde eden grup, geri kalan 19 milyar FF'lık bölümünü ise reasürans işlerinden elde etmiştir.¹⁵¹Fransa'nın önde gelen bu iki sigorta grubunun birleşmesi dünyada olduğu gibi ülkemizde de sigorta sektörünün geleceği açısından çok önemli gelişmelere olanak tanıyacağı belirtilmektedir.¹⁵²

¹⁵⁰ Sigorta, "Nordstern- İmtaş Sigorta Acenteleri Antalya Kemer'de", Sayı 73, Mart 1996,s.5

¹⁵¹ Sigortacı, "AXA-UAP Söz Kesti", Sayı 142, 16-30 Kasım 1996,s.1

¹⁵² Sigorta Dünyası, "Nordstern - İmtaş Birleşme Süreci Tamamlandı", Sayı 435, Kasım 1996, s.6

4.6.2.1.1 Birleşmenin Hedefleri

Şirket birleşmeleri ve bunun ekonomik sonuçları konusunda, Nordstern İmtaş'ın hedefleri şu şekilde belirlenmiştir;

1. 1998 sonuna kadar hizmette 1., kârlılıkta 5. sırada olmak, portföyde ilk 10 içinde yer almak,
2. 2000 yılında kârlılıkta ve portföyde ilk 5'e girmek.

Nordstern Sigorta ve İmtaş'ın , birleşme sürecinde personel yapısından, acente ağına, ürünlerden, hizmete değin köklü değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Sürekli gelişme ve yenilenme içinde, bu yeniden yapılanmayı, Türk sigortacılığının öncülüğünü yapmak üzere çalışılmaktadır.

Dünyada görülen şirket evliliklerinin küreselleşme başta olmak üzere, hizmette kalitenin öne çıkması, AB gibi birlikteliklerin oluşması, dünya ticaretinin yeniden yapılanması, uluslararası sermaye hareketlerinin artması gibi büyük gelişmelerin neden olduğu bilinmektedir. Bu gelişmeler için “megatrendler” kavramı kullanılmakta, 21.yüzyılın başlarında dünya sigorta gereksinmesinin 10 kadar grup tarafından karşılanacağı tahmin edilmektedir.¹⁵³

Şirket birleşmelerini, dev ekonomik rakamlar oluşturmakta, böylelikle pazar payları artan şirketlerin hasar prim ödemelerinde önemli bir hız kaydedilmektedir. Nordstern ile İmtaş Sigorta'nın birleşmesiyle, hasar prim ödeme hızı üç katına çıkmıştır.¹⁵⁴

Nordstern İmtaş, ülkemizde ilk sigorta uygulamalarını gerçekleştirmiş, ülkemizin en köklü iki şirketinin birleşmesiyle meydana gelmiş, bir sigortacılık ekolüdür. İmtaş, 08 Nisan 1918'de kurulmuş ve Türk sigortacılık sektörünün temellerini atmıştır. Sonrasında, Avrupa'dan Uzak Doğu'ya, Afrika'dan Amerika'ya yayılan geniş hizmet ağıyla, Avrupa'nın 2.büyük grubu UAP, İmtaş'ı bünyesine katmıştır. Bir Colonia Konzern AG şirketi Nordstern, 1916'da Türkiye faaliyetlerine başlamış, sonrasında

¹⁵³ Sigorta Dünyası, “*Nordstern - İmtaş Birleşme Süreci Tamamlandı*”, Sayı 435, Kasım 1996, s.6

¹⁵⁴ Sigorta Dergisi, “*Nordstern İmtaş Rekabeti Dünya Koşullarına Taşıyor*”, Sayı 80, Aralık 1996, s.14

şirketleşerek, birçok poliçenin ülkemizde ilk uygulamalarını gerçekleştirmiştir. Bu ürünler arasına, iş durması, elektronik cihaz, ürün sorumluluğu ve sanat sigortaları sayılabilmektedir. Sanayi müşterilerine yoğun hizmet veren Nordstern ile daha yaygın hizmet kanallarına sahip olan İmtaş'ın birlikteliği ile ulaşılan müşteri yelpazesi önemli oranda genişlemiştir.

Nordstern İmtaş grubu, birleşmenin verdiği güçle, yeniden yapılanma sürecini başlatmış, sadece ülkemizin değil, hızla değişen dinamiklere paralel olarak, dünya şartlarını, değişimine temel almıştır. AXA/UAP grubunun birleşme sonrası bazı pazar paylarına bakıldığında grup;

- Avrupa'da 1.sıraya,
- Fransa'da hayat dışı 1., hayat'ta 3.sıraya,
- İspanya'da 3.sıraya,
- Belçika'da 1.sıraya,
- İngiltere'de hayat'ta 3.sıraya,
- Almanya'da hayat dışında 2., hayat'ta 5.sıraya çıkmıştır.¹⁵⁵

Sigorta sektörü reel olarak büyümektedir. Bu nedenle rekabet sektörde zarar edilmesine neden olmakta sigorta şirketleri de piyasadan çekilmek, birleşmek yada sahip değiştirmek zorunda kalmaktadırlar.¹⁵⁶

Nordstern İmtaş Sigorta Acente'lerinin 30 Kasım 1995 tarihli toplantısında Nordstern İmtaş Sigorta A.Ş. yöneticileri, çalışanları ve acenteleri, strateji ve kurumsal kimlik tesbiti konusunda çalışmalar yapmışlardır.¹⁵⁷

Bu bağlamda;

1. Müşterilerimiz bizden ne talep ediyor?
2. Biz şirketimizi nereye götürmek istiyoruz?
3. Hedeflerimizi gerçekleştirebilmek için ne tür değişikliklere ihtiyacımız var?

¹⁵⁵ Sigorta Dergisi, "Geçmişten Geleceğe, Sigortacılıkta Bir Dev", Sayı 143, 1-15 Aralık 1996, s.9

¹⁵⁶ Sigorta Dünyası, "Bülent Bora: Sektör 60 Şirketi Taşımaz", Sayı 435, Kasım 1996,s.7

¹⁵⁷ Sigorta, "Nordstern- İmtaş Sigorta Acenteleri Antalya Kemer'de", Sayı 73, Mart 1996,s.7

Soruları irdelenerek ve sonuçta kurumsal imaj-kimlik çalışmalarına alt yapı oluşturacak modelin taslağı belirlenerek hedefler ve temel prensipler oluşturulmuştur.

i. Müşteri ve acentelerin memnuniyet düzeyini artırmak:

Kişisel ilgi ve nezaketin devamlılık arzettiğı bir şirket atmosferinde müşteriler ve acenteler ile ilişkileri sistematik bir şekilde planlayıp, yüksek istişare kurulları ve acentelerin katılacağı Marketing Board'lar yardımıyla gözden geçirilerek, gerekli düzeltmelerin yapılması yoluyla müşteri, acente memnuniyetini artırmak yoluna gidilmesi gerektiğı belirlenmiştir.

ii. Yetki ve Yenilik

Pazarda oluşan taleplere hızlı ve makul fiyatlarla cevap verebilmek için yaratıcılığı ve kalitesi yüksek, ürün stratejisini belirlemek gerekliliğı kabul edilmiştir.

iii. Servis Hizmetleri

Müşteri ve acentelerin artan beklentilerini karşılamaya yönelik olarak, hızlı, ilgili ve kapsamlı bir poliçe satışı ve satış sonrası hizmetin verilmesi amacı güdülmektedir. Bu amaca ulaşmak için pazarlama sistem ve örgütlerin optimal bir şekilde düzenlenerek, acentelerin bilgi seviyesini geliştirmek ve desteklemek gerekmektedir.

iv. Hız ve Yeterlilik

Sürat, rekabetli ortamlarda her gün daha önemli bir silah haline gelmektedir. Yaratıcı, problem çözücü, kendini müşteri ve acente yerine koyabilen bir zihniyetle işlem süratlerinin artırılması hedeflenmektedir. Bu hedefe ulaşmak için kısa ve bürokratik olmayan yollarla yeterliliğı artırmak, maliyeti düşürmek, kaliteyi artırmak, potansiyeli maksimum kullanmak gerekmektedir.

v. Yönetim Gücü

Yönetim kültürü olarak statü ve prestij yerine net hedeflerle, hiyerarşiyi yok ederek, personele karar yetkisi tanıyarak, geleceği hedefleyen bir kurumsallaşma çabası içinde olmak, takım ruhuyla ve sürekli iletişimle bunu desteklemek gerekmektedir.

Öncelikle personele güvenmek ve kendi iradeleriyle hareket etme serbestliği tanımak, karar yetkisini hiyerarşik olarak aşağı delege etmek ve personel desteklemek yer almaktadır.

vi. İnsan Kaynaklarının Gelişimi

Çalışma alanlarının; yeteneklerini, bilgi ve sorumlulukları kullanabilecekleri özgür iletişim kurabilecekleri bir ortam sağlamak gerekmektedir.

Temel ilke, yaratıcılık ve sorumluluk almayı desteklemek, personelin vasıf ve becerisine ve arzusuna uygun işlevleri bulmak, yaratıcılığın ve sorumluluğun gelişmesi için imkan yaratmak, personelin tatmin düzeyini artırıcı kariyer hedeflerini beraberce tespit edip, bu hedeflere ulaşılmasına yardımcı olmaktır.

vii . İletişim

İletişim; bilgi alışverişinde bulunarak öğrenmek, eleştirmek ve daha ileriye ulaşabilmek için temel prensiplerden biri olarak kabul edilmektedir.

viii. Sorumluluk ve Bütünlük

Müşteriler ve acenteler ile ilişkiler güven, profesyonel bütünlük ve gizlilik üzerine kurulmalıdır.

ix. Şirketin İktisadi Değeri

Müşteriler ve acentelere sunulan başarılı hizmetler, hissedarlara ve çalışanlara gelir artışı yapılan çalışmalara güvenli bir gelecek sağlamak gerekmektedir.

x. Değişim

Devamlı değişmekte olan pazarın koşulları ve toplumun yapısı bununla birlikte ihtiyaçlarda da değişime yol açmaktadır. Rakipleri geride bırakabilmenin en önemli yolu bu değişimi önceden tahmin edip değişime ayak uydurarak iynin karşısına daha iyiyle çıkmaktır.

Bu yönetim felsefesi ile bağlantılı kurum kimliği ile yol alabilmek için ISO 9000 Kalite Güvence Sistemi ve Müşteri Memnuniyeti kriterlerinden yola çıkılması gerektiği temel prensipler arasında yer almaktadır.

4.6.2.1.2. Birleşmenin Başarısı

Şirketler arasındaki birleşmelerin başarılı olmalarına en büyük etkenlerden biri İdari İşlerdeki organizasyonun çok iyi bir şekilde gerçekleşmesi olmaktadır. İdari işler diye tanımlanan bölüm muhasebe, bilgisayar, satın alma ve diğer şirket içi bölümlerini kapsamaktadır. Bu birimlerin vermiş oldukları hizmetler her ne kadar dolaylı olarak acente ve sigortalılara yansımakta ise de, hasar ve teknik servislerinin sağlıklı ve de müşterileri memnun edici çalışabilmelerini sağlayabilmeleri açısından çok büyük önem taşımaktadır. Bilgisayar altyapısı ayrı olan şirketlerin birleşmesinde kullanılacak peşinen karar verilmesi gereken bir konu bilgisayar sistemi ve de eski İmtaş sigorta bünyesinde geliştirilmiş olan programlarla çalışması olmuştur. Bu nedenle şirketlerin birleşme aşamasında yeni bir program yapılmasına büyük bir ihtiyaç duyulmamıştır. Birleşme kararının çıkmasından hemen sonra, şirket büyüyen ve gelişen portföyüne sağlıklı hizmet verebilmek için bilgisayar sistemlerini geliştirmek üzere yeni yatırım kararını almış ve de bu yatırımları işleme koymuştur. Her iki şirketin kullandığı bilgisayar programları son senelerdeki yapılmış olan değişiklikler gözönüne alınarak saptanmıştır. Birleşme prosedürü kapsamında kurulan çalışma grupları her departmanın (poliçe kesimi, hasar v.s.) iş akışlarını tespit etmeye başlamışlar ve de karara bağlamışlardır. İmtaş Sigorta'nın şimdiye kadar uyguladığı bilgi işlem politikalarında herhangi bir değişikliğin söz konusu olmadığı ve de şimdiye kadar yapılmış olan acente on-line bağlantılarının devam ettirilmesi konusunda idari kararlar alınmıştır. Birleşmeye

mali açıdan bakıldığında, yapılan tüm çalışmalar şirketin mali yapısının sektörün en güçlüsü olması yönünde olmaktadır. İki şirketin birleşmesi sonucunda elemanter dallarda hizmet verecek olan şirketin öz kaynakları 570 milyar TL'sını aşması beklenmektedir. Özkaynakların yazılan brüt prime oranı %40'ın üstünde olup, böylece sektörün en güçlü mali yapıya sahip şirketleri arasında yer alması kaçınılmazdır. Şirketin özvarlığının güçlü olması sigortalılara verilmiş teminatların hasar anında herhangi bir kesintiye sebep verilmeden gerçekleşmesini sağlamaktadır.¹⁵⁸

4.6.3. Petrol Sektöründe Şirket Birleşmeleri

Rekabetin çok yoğun hissedildiği bir başka sektörde Petrol sektörüdür. Bu sektörde firmaların sayısına bakıldığında pazar payını artırabilmenin zorluğu dikkati çekmektedir. Bu nedenle pazarın iki büyük gücünün bir araya gelişi tesadüf değildir. Onlar birbirlerinin avantajlarını kullanarak ve dezavantajlarını karşılıklı absorbe ederek daha güçlü olmayı hedeflemişlerdir.

4.6.3.1. BP ve Mobil Akaryakıt Şirketlerinin Birleşmesi

1996 Şubat ayı sonunda BP ve Mobil Avrupa üst düzey yönetimi Avrupa'da 43 ülkede güçlerini birleştirme kararı aldıklarını kamuoyuna açıklamışlardı. Mobil ve BP'ye Avrupa çapında Esso ve Sheel ile daha iyi rekabet edebilme fırsatı verecek bu birleşmenin gerçekleşmesi Avrupa Birliği'nin onayına sunulması ve 8 Ağustos 1996'da birleşmenin antikartel yasalarına aykırı olmadığına açıklanması ile onaylanmıştır. Anlaşma kapsamında olan ülkeler ise kendi yasaları çerçevesinde gerekli yerel otoritelerden onay almak üzere çalışmalara başlamışlardır. İlk birleşme hareketi BP'nin anavatanı İngiltere'de olmuştur. Hemen ardından Türkiye'deki BP ve Mobil Şirketleri, Ülkemizdeki petrol sektörünün düzenleyici organları Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü'nden müsaade alarak 1 Aralık 1996 tarihinde Avrupa'daki ikinci birleşmeyi gerçekleştirmişlerdir. Varılan anlaşmaya göre BP, rafinaj ve akaryakıt pazarlama, Mobil ise Madeni Yağ üretim ve pazarlama işlerini

¹⁵⁸ Sigorta, "Nordstern- İmtaş Sigorta Acenteleri Antalya Kemer'de", Sayı 73, Mart 1996, ss.8-9

yürütme sorumluluğunu üstlenmiş ve bu faaliyetleri yürütmek üzere iki ayrı ortaklık kurulmuştur.¹⁵⁹

4.6.3.1.1. Birleşmeye Tarafların Bakışı

BP ve Mobil şirketleri açısından birleşme farklı avantajlar sağlamıştır. Bu nedenle her iki tarafta Avrupa’da pazar paylarını yükseltmek ve yılda 400-500 milyon dolar tasarruf sağlamak amacıyla imzaladıkları anlaşma sonrasında varlıklarının değerini 5 milyar dolar (BP 3.4, Mobil 1.6 milyar dolar) olarak açıklamışlardır. Gerçekleşen bu birleşme anlaşmasıyla BP ve Mobil Avrupa’da toplam yüzde 12’lik akaryakıt ve yüzde 18’lik Madeni Yağ payına ulaşmayı, rekabet gücünü artırmayı ve toplam 20 milyar dolardan fazla satış geliri sağlamayı planlamıştır.

Anlaşma şartları uyarınca iki şirket faaliyette buldukları veya yeni işler geliştirebilecekleri her ülkede rafineri, akaryakıt ve Madeni Yağ pazarlama işlerini içeren bir anlaşma yapmaları gerekmiştir. Ayrıca BP ve Mobil faaliyette buldukları ülkelerde sahip oldukları rafineriler, akaryakıt satış istasyonları, depolar, boru hatları, depolama tesisleri, kara tanker filoları ve üretim-dağıtım için gerekli olan tüm tesislerini de bu yeni işbirliği anlaşması uyarınca ortak işletme kararı almışlardır.

Anlaşmaya göre rafineri ve akaryakıt pazarlama işlerini BP üstlenmiş ve yüzde 70 oranında paya sahip olmuştur. Pazarlama ise BP’nin 5600, Mobil’inde 3300 akaryakıt istasyonunda yapılacaktır. Bütün satış istasyonlarıyla standların yeşil renge boyanması, tanıtım panolarında Mobil’in ve yeni işbirliğinin logosunun bulunması karara bağlanmıştır.

Madeni Yağların işletmeciliğini, Mobil üstlenmiş ve yüzde 15 oranında paya sahip olmuştur. Her iki markanın da Madeni Yağlar iş kolunu üstlenen Mobil Madeni Yağlar ve özel ürünlerin pazarlamasıyla üretim tesislerinin yöneticiliğini yürütmesi karara bağlanmıştır. Zaman içinde bazı BP Madeni Yağlarının Mobil markası altında üretilmesi planlanırken akaryakıt istasyonlarında hem Mobil hem de BP markalı Madeni Yağların satılacağı açıklanmıştır.

¹⁵⁹Basın Bülteni (BP-Mobil tarafından basın için hazırlanmıştır), “ *Avrupa Çapında Bir Birleşme Öyküsü*”

Birleşmeden önce pazarın önde gelen şirketlerinden olan Mobil ve BP, birleşme sonrası Madeni Yağ konusunda daha da uzmanlaşarak gerek teknoloji konusunda gerekse servis konularındaki birikimlerini birleştirerek tüketiciye en iyiyi sunmanın avantajına sahip olacaklardır. Uzmanlaşma esasına dayalı bir organizasyon yapısına sahip olan yeni şirket, hem Mobil hem de BP markaları altında ürünlerini pazarlayacak ve her iki şirketin birleşme öncesi başarılı olarak nitelenen örnek ilke ve uygulamalarını benimseyecektir.

Anlaşma uyarınca bilgisayar sistemleri, insan kaynakları, hukuk işleri, muhasebe ve ofis idare gibi hizmetler de birleştirilmiştir. Şirketin Avrupa seviyesindeki ticari ve finansal stratejileri her iki şirketin Avrupa'da bulunması ve eşit sayıda olacak üst düzey yöneticilerinden oluşacak bir komite tarafından belirlenmesi kabul edilmiştir. Ayrıca BP'de görev yapan Madeni Yağ çalışanları Mobil'e, Mobil'de görev yapan rafineri ve akaryakıt pazarlama elemanlarıysa BP'ye transfer olmuşlardır. Bunun sonucunda iki şirketin Avrupa'da toplam 17500 olan çalışan sayısından 2-3 bin kişilik bir azaltılmaya gidileceği belirtilmiştir.

Şirketlerin ilk iki yıl için yeniden yapılanma, akaryakıt istasyonları renk değişimi ve diğer giderlerinin 400 milyon doları bulacağı açıklanmış, beklenen yıllık 400-500 milyon dolar civarındaki tasarrufa 3 yıl içinde ulaşılabileceği belirtilmiştir. BP ve Mobil'in aldığı bu birleşme kararı şirketlerin uluslararası ticaret, havacılık, deniz satışları, gemicilik, petrol arama, kimyevi maddeler ve gaz pazarlama iş kollarını kapsamamıştır.

Birleşme anlaşması nedeniyle BP Grup Başkanı John Browne ve Mobil Grup Başkanı Lucio A.Noto yaptıkları ortak açıklamada yeni yapılanma sayesinde Avrupa akaryakıt pazarlama, rafinaj ve pazarlama alanlarında birbirlerini tamamlayacaklarını; birçok ülkede konumlarını güçlendireceklerini belirtmişlerdir. Birleşmekle masrafların paylaşılacağını, işleri tekrarlamaktan kurtulacaklarını ve sonuçta büyük bir tasarruf yapacaklarını ifade etmektedirler .¹⁶⁰

¹⁶⁰ Autoshow Dergisi, "BP ve Mobil Güçlerini Birleştirdi", Sayı 10, 5 Mart 1996, s.11

Gerçekte BP ve Mobil, bir ölçüde Mobil'in yönetim kurulu başkanı Lucio Noto'nun isteği uyarınca bir yerine iki yeni şirket kurmayı istemişlerdir. Çünkü Noto, Avrupa benzin piyasasında Mobil'den daha güçlü olan BP'nin ortaklığına egemen olmasından kaygılanmaktaydılar. BP'nin işleteceği bir şirket benzin satışlarından, Mobil'in işleteceği ayrı bir şirket de otomobil yağı satışlarından sorumlu olması düşünülmüştür. Ancak araştırmalar, iki marka yerine BP markasının kullanılmasının satışları arttıracakını göstermiştir, çünkü BP, benzin istasyonlarında daha çok kabul gören bir isim olarak kabul edilmiş ve BP satışları Mobil'in iki katı olarak gerçekleştiğinden, Mobil yetkilileri seçimlerinin doğru olduğunu her fırsatta vurgulamak gereği duymuşlardır.

Avrupa Birliği, birleşmeyi geçen sonbaharda onaylanmasından sonra 25 Avrupa ülkesindeki 50 tane BP-Mobil ortaklığı gerçekleşmiştir. En az 38 Avrupa ülkesinde BP-Mobil yönetici ekipleri, değişen vergi yasalarıyla da uğraşmak zorunda kalmışlardır. Her iki şirket mal varlığını birleştirmekle birlikte, varolan vergi düzenini bozmamak için ayrı ayrı sahip oldukları malları da mümkün olduğunca ellerinde tutmuşlardır.

Birleşme sonrasında 17.500 kişilik toplam işçi kadrosunun 2 bin 3 bin kadarının işten çıkarılması ile ilgili olarak hangi kadronun kaldırılacağını belirlemek ve tazminat ödeme planı yapmak gerekmiştir.

Bir çok ülkede işçi çıkarmayı kıdem esasına göre belirleyen yada işsizlik oranının yüksek olduğu ülkelerde tümüyle yasaklayan sendika yasaları da önemli bir güçlük oluşturmuştur. Ancak işten çıkarmanın zamanlaması ve nasıl yapılacağı yöneticilere bırakılmıştır.¹⁶¹

¹⁶¹ Ajans Press, "BP- Mobil İşbirliği Sektör İçin Parlak Bir Model Oldu", 11 Ağustos 1997, s.1-11

4.6.3.1.2. BP - Mobil Birleşmesinin Türkiye'deki Gelişimi

Avrupa'da BP ve Mobil'in birleşmesi 43 ülkede gerçekleşmiştir. Bu 43 ülke arasında Rusya'nın dağılmasında sonra ortaya çıkan ülkelerde bulunmaktadır. Bu birleşme iki şirket üst düzey yöneticileri arasında planlandığı zaman, konuya ülke bazında değil, 43 ülkedeki iki şirketin durumu gözönünde bulundurularak yaklaşmıştır.

Shell ve Esso Avrupa pazarında yaklaşık yüzde 10 pazar payına sahip bulunmaktadırlar. Buna karşılık BP ve Mobil'i ayrı ayrı ele aldığımızda yüzde 5'er civarında bir pazar payına sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla yüzde 5'lik pazar payları ve büyüklükleri ile Esso ve Shell'e rekabet etmeleri birleşme öncesi mümkün olamadığından, günümüz ekonomik hayatında rekabet edebilmek için belli bir ekonomik büyüklüğe ulaşmak gerektiği bilindiğinden bu iki şirket yöneticileri bir araya gelerek, bu iki şirket birbirleriyle ortak olursa birbirlerinin eksik yönlerini gayet iyi şekilde tamamlayabileceklerini ve büyüklük olarak da Shell ve Esso'yla çok daha iyi koşullar altında rekabet edebileceklerini düşünmüşlerdir. İşte bu noktadan yola çıkarak bu iki şirket yöneticileri 1996 yılının Mart ayında birleşme kararlarını açıklamışlardır.

Sonuçta Yunanistan hariç olmak üzere bu birleşme 42 ülkede 1997 sonunda birleşme ile ilgili bütün ülkelerdeki faaliyetler tamamlanmıştır. Yunanistan'da 1.1.1998 tarihi itibarıyla birleşme faaliyetleri başlamıştır. Dolayısıyla bu birleşme sürecinde tamamlanmıştır.¹⁶²

4.6.3.1.3. BP - Mobil Birleşmesinin Koşulları

Her ülkenin kendi yapısına uygun bir hukuki yapının oluşturulması söz konusu olmuştur. Türkiye için yapı olarak iki tane ayrı ortaklığın oluşturulması kararlaştırılmıştır. Bunlardan bir tanesi akaryakıt faaliyetlerini yürütülmesi, diğer ortaklığın ise yine Türkiye'deki Madeni Yağ faaliyetlerinden sorumlu olması şeklinde bir yapı uygun bulunmuştur. Sonuçta BP Türkiye'deki akaryakıttan sorumlu ortak, Mobil'de Türkiye'deki Madeni Yağ faaliyetlerinden sorumlu ortak şeklinde iki tane ayrı şirket oluşturulmuştur.

¹⁶² Macro Dergisi, "Devlerin Aşkı", Nisan 1997, s.62

Bu hukuki yapı düzenlendikten sonra bununla ilgili bir takım izinlerin alınması gerekmiştir. Türkiye'deki bu sektörün düzenleyici organı Petrol Ofisi Genel Müdürlüğü ve Enerji Bakanlığıdır. Birleşmenin gerçekleştiği sırada daha Türkiye'de rekabet kurulu oluşturulmamış, dolayısıyla o konuda izin alınmasını gerektirecek bir organ bulunamamıştır. Ama rekabet kurulu kurulduktan sonra birleşme ile ilgili olarak gerekli bilgiler sunulmuştur.

İki şirketin personel politikaları ve ücretleri çok farklı olduğundan, aynı işi yapan kişilere eşit ücret politikası uygulanması gerektiğinden bu ücretlerin ve diğer çalışma koşullarının harmonize edilmesi gerekmiştir.

Yine birleşme sürecinde 500'ü aşkın Mobil istasyonunu, BP standartlarına dönüştürmek gerekmiştir. Bu dönüşüm işlemleri Mart 97'de başlamıştır. Bu birleşmeyle birlikte hedef bu iki şirketin birleşmesinden bir sinerji elde edilmesi yönünde olmuştur. Bu sinerjiden bir tanesi de Türkiye'de ilklerden bir tanesi olan, bütün Muhasebe sistemlerinin Outsourcing denilen bir yöntemle Andersan Consulting firmasına verilmiştir. Mobil ve BP'nin de muhasebe hizmetleriyle ilgili tüm çalışanları cazip emeklilik ve ayrılma paketleri verilerek mağdur edilmeden şirketten ayrılmışlardır.

İstasyon projelerinin gerçekleştirilmesi için kendi mühendislik bölümleri outsourcing edilerek İngiliz "Boris" mühendislik firması ile Avrupa çapında bir anlaşma yapılmıştır. Onlar Türkiye'de büro açarak ve şirket bünyesinde çalışan mühendislerde şirketten ayrılarak onları bu şirketin elemanı haline getirmişlerdir.

4.6.3.1.4. BP - Mobil Birleşmesinin Mevcut Yönetime Etkisi

Her iki şirket birleşme kararını verdiğinde, bu firmalara ait kadrolar, yöneticileri ve altlarında çalışanları bulunmakta olduğundan birleşme yönetim açısından büyük sorunları da beraberinde getirmiştir. Türkiye'de birleşme öncesi duruma bakıldığında Mobil'in boyutları BP'nin 2 katı kadar olduğundan, kadrolar düzenlenirken bu ağırlıklar gözönünde bulundurularak yeni şirkete transfer edilmiştir. Kadrolara göre dağılım ülkeden ülkeye değişmektedir. Birleşme sonrasında ülkemizde çok dengeli bir kadrolaşma sağlanmıştır.

Alt kadrolarda çalışanların oranı yaklaşık yüzde 50 olarak düzenlenmiştir. Üst yönetimde ise çok az bir farkla Mobil ağırlıklı gibi görünebilecek bir dağılım yapılmıştır.

Yeniden Yapılanma kapsamında organizasyonda büyük bir değişim yaşanmış, çalışanlar ikiye ayrılmıştır. Bunlardan ön hat elemanları ve destekleyiciler olarak sözedilebilir. Ön hat elemanları olarak geçenler müşteriyle doğrudan temas halinde olan kişiler, yani bayiler olarak adlandırılmaktadır. Destekleyiciler ise, şirket merkezinde çalışan hizmet birimleridir.¹⁶³

Öncelikle yöneticilerin işlerini iyi kontrol edebilmeleri için işleri ile ilgili bilgilere sahip olmaları gerekmektedir. Birleşme sonrasında, Mobil ile BP'nin bilgisayar sistemleri farklı olması nedeniyle, bu sistemler daha üst düzeye çıkarılmıştır. BP dünyasında kullanılan ISP sistemini uygulamak için bir ekip oluşturulmuştur. Bu ekip 1 Nisan 1998 tarihi itibarıyla yeni sistemleri ile hayata geçirilmiştir. Yöneticiler, işleri ile ilgili bilgilendirilerek her anlamda yetiştirilmesine çalışılmaktadır.

4.6.3.1.5. Birleşmenin Pazara Etkisi

Birleşme öncesi pazar payları, Petrol Ofisi'nin % 38-40, Mobil'in % 15-16, Shell'in %14, Turcas'ın veya Türk Petrol'ün % 9, BP'nin % 8 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme öncesinde Mobil %15-16 pazar payı ile ikinci sırada bulunmakta iken, birleşme sonrası %23 pazar payına ulaşarak açık ara ile iki numara durumuna gelmiştir.

Petrol Ofisi en çok satan şirket konumunda olmakla birlikte pazarın lideri konumunda değildir. Pazarın lideri, tüketicilerin satınalma alışkanlıklarını yönlendirebilen, şekillendirebilen, müşterilerine karşı bir takım taahhütleri olan ve sektöründe her zaman ilklere imzasını atan şirket anlamına gelmektedir.

1997 senesinde, her iki marka altında toplam 80.000 Ton Madeni Yağ pazarlanması hedeflenmiş ve 1997 yılı sonunda % 24 pazar payına ulaşılarak yeni kurulan şirketi, pazarın en büyük, özel şirketi konumuna getirmiştir.

¹⁶³Kariyer Dünyası, "BP-Mobil Birlikteliği", Ocak 1998, s. 71-73

Birleşmenin getirdiği fırsatları en iyi şekilde değerlendirerek tüketiciye en üstün teknoloji ve hizmeti sunarak, mevcut dağıtım kanallarını en iyi şekilde kullanarak ürünlerin tüketiciye en iyi şekilde sunulması BP-Mobil birleşmesi için esas hedef olarak belirlenmiştir.

Mobil madeni yağları, 800 akaryakıt istasyonu ile madeni yağ bayilerinde, yağ dükkanları ve servislerinde pazarlanmaktadır. Ayrıca doğrudan teslimat yapılan endüstriyel kullanıcılarında ilavesiyle, toplam 2000 kadar satış noktasına ulaşılmaktadır.

BP'nin çalışanlarından ne beklediğini, buna karşılık içinde bulunduğu topluma ne taahhüt ettiğini değerlendirmek yönünde uyguladığı bir politika bulunmaktadır. Bu nedenle çalışanların şirkete bağlılıkları, iş gücü verimi ve güveni artmaktadır.

BP özellikle çevre konusunda çok duyarlı davranmaktadır. Bunun içinde istasyonların, yer altı çevresiyle ilgili önlemler alınmaktadır. İlk defa gerçekleştirilen boru sistemi, tanklar, tankların yer altında özel muhafaza altına alınması ile çevreye zarar verilmesi önlenmeye çalışılmaktadır. Diğer taraftan Türkiye'de ilk defa başlatılan bir başka olay ise nakliye firması ile anlaşmak suretiyle özel tankerlerin merkezden her istasyonun ihtiyacını, ne zaman depolarının boşaldığını bilgisayar sistemleri ile belirleyerek otomatik olarak bayilerin tankına sevkiyat yapılması olmuştur. Aynı zamanda bu uygulama, Türkiye'de bugün 8 - 9 bin tane istasyon olduğu düşünüldüğünde ve her bayinin bir tane tankeri olduğu varsayıldığında 8 - 9 bin aracın trafikten çekilerek, yollarda tehlike saçmasını önleyeceğini de düşünmek yanlış olmayacaktır. Şirketin faaliyet gösterdiği tüm alanlarda, çevre koruma, iş güvenliği ve iş ahlakı ilkelerini ön planda tutmaktadır. Ürünlerin tümü ISO 9002 kalite güvencesi kapsamındadır.¹⁶⁴

Tüm bunları değerlendirdiğimizde pazarın lideri konumuna BP - Mobil'i taşımak kaçınılmazdır. Çünkü sadece pazar payını satışlarla ölçmek, diğer sağlanan hizmetleri gözardı etmek anlamına gelir.

¹⁶⁴ Dünya Gazetesi, "*Mobil Madeni Yağları*", (BP-Mobil'in Dünya Gazetesinde Yayınlanmak üzere hazırlanan Basın Bülteni)

4.6.3.1.6. Petrol Sektöründeki Sorunlar ve Birleşmeye Etkisi

Bugün Türkiye’de petrol sektörü hâlen devlet tarafından kontrol edilen bir sektördür. Fiyatlar devlet tarafından ayarlanmakta ve zorunlu olarak buna uymak zorunda kalınmaktadır. Sektörde Devlet rafinerisi olan Tüpraş bulunmaktadır. Tüpraş, Türkiye rafineri kapasitesinin % 86-87’sine sahiptir. Pazarlama şirketi olarak da Petrol Ofisi bulunmaktadır. Petrol Ofisi dağıtım sektöründe %40’lık bir paya sahiptir. Dolayısıyla BP-Mobil Ataş Rafinerisi’ndeki %68 pay ile tek özel sektör rafinerisinin en büyük hissedarı durumundadır.

Devlet, Tüpraş kanalı ile ham petrol ithal etmekte ve hiçbir zaman gerçek maliyetleri fiyatına yansıtmamaktadır. Türkiye ağırlıklı olarak benzinden çok mazotun kullanıldığı bir ülkedir. Devlet mazotun çiftçi ve nakliye sektörü tarafından kullanıldığını düşündüğünden bunları sübvansiyeye etmeye çalışmaktadır, yani 10’a aldığını 8’e satmak yoluna gitmektedir. Devlet bunu karşılayabilmekte ise de özel sektörde bulunan firmaların bu şekilde çalışmaları mümkün olamamaktadır. Aynı zamanda özel sektörde kâr bekleyen hissedarların olduğu düşünüldüğünde bu şartlar altında istenilenleri gerçekleştirmek olanaksızlaşmaktadır. Devletin öncelikli gündeminde Petrol Ofisi ile Tüpraş’ın özelleştirmesi bulunmaktadır. Ancak,devletin özelleştirmeyi yapabilmesi için özel sektör kuruluşlarının zarar eden bu kuruluşlara tâlip olması gerekmektedir. Tüpraş’a bakıldığında ilk altı ayda 35 trilyon zarar etmiş olduğu ve gelecek yıla projeksiyon edildiğinde 400 milyon dolar zarar göstermesi, bu durumda özelleştirmenin yapılabilmesi için en azından yabancı yatırımcılar için bu kuruluşların cazibeli hale getirilmesi gerekmektedir. Bunun içinde bütün batı ülkelerinde olduğu gibi otomatik fiyatlandırma mekanizması kullanılmalıdır. Bu mekanizma uluslararası petrol piyasalarında oluşan bir fiyatlandırma yöntemidir. Bütün dünyada bu ürünlerin fiyatı aynı olmaktadır. Bu fiyatlar ekonomi kuralları altında belirlenmelidir. Ancak, bu gerçekleştirildiği zaman özelleştirme yapılabilir, yoksa bunun dışında kimse rafinerilerle ilgilenmek istemeyecektir.¹⁶⁵

¹⁶⁵ Economist Capital’e BP- Mobil tarafından verilen Basın Bülteni, “*BP-Mobil Birleşmesi*”, 2 Aralık 1997

Sektörde özellikle şirket bağılılığı çok önemli bir yer tutmaktadır. 1997 yılı BP ve Mobil için birleşme yılı kabul edilmiş bu birleşme süreci sonunda liderliği öğrenerek sektörün zorluklarının büyük bir kısmı iki firma tarafından aşılmıştır.¹⁶⁶

4.6.4. Çimento Sektöründe Şirket Birleşmeleri

Ülkemizde çimento sektörünün gelişimi, 1960 ve 1970'li yıllarda alt yapıdaki gelişim ve artan nüfusa bağlı olarak ilerleme kaydetmiş ve 1980'li yıllarda gelişmesini tamamlamıştır. 1960'lı ve 1970'li yıllardaki gelişme bu yıllarda hükümetlerin sektöre ve inşaat sektörüne verdiği teşvik ve destek ile paralel olarak artmıştır.

1980'li yılların sonlarına doğru ise ekonomik belirsizlikler ve hükümetlerin finansman sıkıntısı çekmesi yüzünden alt yapı yatırımlarının azalması, sektöre verilen yatırımların azalmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda sektördeki gelişme bu dönemde iyice yavaşlamıştır.

GAP projesi ve dönemin seçim dönemi olması, ayrıca Demirel hükümetinin sektöre açtığı kredilere ve teşviklere paralel olarak sektörde 1991 yılından başlayarak 1994 yılına kadar bir gelişme yaşanmıştır. Ancak 1994 yılında 5 Nisan kararları iç talebi etkilemiş ve sektör üretiminde % 5.9'luk bir azalışa neden olmuştur. İç tüketimde aynı yıl 1993'e göre %9.8 azalma görülmüştür. Buna karşılık sektör ihracata yönelmiş ve aynı dönemde % 135.9'luk bir artış sağlamıştır. 1995 yılında ise sektör kriz dönemini çabuk atlattığı, tekrar eski üretim ve satış düzeyini yakalamıştır.

Türkiye'de toplam 51 adet çimento fabrikası faaliyet göstermektedir. Üretim daha çok kuruluşların bölgesel pazarları için olup, bölgeler arası ticaret zayıftır. Nakliyede yaşanan zorluklar büyük etken teşkil etmekte ve bu yüzden iç piyasada fiyat rekabeti oluşmamaktadır. Bu sebepten talebin yoğun olduğu bölgelerdeki şirketler avantajlı konumdadır.

Özelleştirme kapsamında son yıllarda KOİ tarafından çimento fabrikalarının özelleştirilmesiyle, yabancı yatırımcılar önemli sayıda ortaklıklar kurmuşlar veya

¹⁶⁶ Macro Dergisi, "*Devlerin Aşkı*", Nisan 1997, s.64

fabrikalara sahip olmuşlardır. Yabancı sermayeyi sektöre çeken en önemli faktör sektörde talep dolayısı ile pazar probleminin bulunmayışıdır. Yabancı yatırımcılar içerisinde; Cements Francais, Lafarge Coppe, Vicat ve SET Grubu dikkati çekmektedir. Sektörde kamu kuruluşları T.Çimento ve Toprak San. T.A.Ş. tarafından kontrol edilmektedir. T.Çimento San. T.A.Ş. dışında, sektörde büyük pazar payına Sabancı, Oyak ve Fransız üreticiler söz sahibidirler.

1995 yılında 33.143 bin ton çimento ve 27.096 bin ton Klinker üretimi, 1990-1995 yılı içerisindeki dönemde % 35.80 çimento üretimindeki artışın yanısıra Klinker üretiminde %33.80 artış gerçekleşmiştir. Çimento sektörü 1994 yılında yaşanan ekonomik krizden kötü etkilenmiştir.1993-1994 dönemi çimento üretiminde %5.9'luk azalışın tersine Klinker üretiminde %3.8'lik artış görülmüştür.

Türkiye 1993 yılı verilerine göre 31.320 bin ton ile Avrupalı çimento üreticileri arasında, Almanya (33.144 bin ton) ve İtalya'nın (41.040) arkasında üçüncü sırada, Çin'in 359.760 bin ton ile lider olduğu başlıca dünya çimento üreticileri içerisinde ise sekizinci sırada yer almaktadır.

1990-95 yılları arasında Türkiye çimento tüketiminde %32.9'luk bir artış yaşamıştır. Çimento tüketimi, 1994 yılında yaşanan ekonomik krizden kötü etkilenmesine rağmen, tüketimdeki bu azalışı ihracata yönelerek aşmış ve 1995 yılında tekrar tüketimde bir artış dönemine girmiştir. Avrupa'da yaklaşık 750 kg olan kişi başına çimento tüketimi, Türkiye'de 450 kg civarındadır.

Türkiye'de çimento sektörünün gelişmesi ile birlikte çimento ithalatında azalmanın meydana geldiği, ihracatta ise sürekli bir artışın sağlandığı gözükmektedir. Bunda 1994'deki krizin etkisini azaltma amacıyla ihracata ağırlık verilmiş olmasının da büyük etkileri olmuştur. Böylece 1994'te üretimdeki azalış %5.9 seviyelerinde kalmıştır.

Türkiye Çimento Sektöründe faaliyet gösteren büyük ölçekli şirketleri sıralamak gerekirse:¹⁴⁵

- 1- Adana Çimento San.T.A.Ş.,
- 2- Akçansa Çimento San.ve Ticaret .A.Ş.,
- 3- Aslan Çimento San. A.Ş.,
- 4- Afyon Çimento San.T.A.Ş.,
- 5- Bolu Çimento San. A.Ş.,
- 6- Batıçim Batı Anadolu Çimento San. A.Ş.,
- 7- Bursa Çimento San. A.Ş.,
- 8- Çimsa Çimento San. ve Ticaret A.Ş.,
- 9- Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.,
- 10- Göлтаş Göller Bölgesi Çimento San.Tic. A.Ş.,
- 11- Konya Çimento San. A.Ş.,
- 12- Mardin Çimento San.,
- 13- Oysa Niğde Çimento San. ve Ticaret .A.Ş.,
- 14- Ünye Çimento San. ve Ticaret .A.Ş.

1954 Yılında kurulan Adana Çimento, başlıca üretimi klinker, çimento ve hazır betondur. Şirket Türkiye üretiminin %4'ünü, klinkerde ise %6'sını gerçekleştirmiştir.1994 yılında şirketin kapasite kullanım oranları çimentoda %66, klinkerde %112 olmuştur.

Aslan Çimento'nun başlıca üretimi klinker ve çimentodur.1993 yılında çimento satış miktarı 1.307.000 ton iken 1994'te 1.157.000 tona düşerek %11.48 oranında gerilemiştir.1994 yılında klinker üretiminde %86, çimento üretiminde %58 kapasite kullanım oranlarını gerçekleştirmiştir.

1994 yılında yaşanan ekonomik kriz çimento sektörünü olumsuz etkilemiş ve çimento tüketiminin ülke genelinde %10 oranında azalmasına neden olmuştur. Bu gelişmelere paralel olarak Afyon Çimento'nun üretim miktarı %15 oranında azalmıştır.

¹⁴⁵ *Şirketler Yıllığı (Yearsbook of Companies)*, İ.M.K.B Yayınları, Cilt 1-2, 1995

Bolu Çimento, çimento ve klinker üretimi yapmaktadır. Prekalsinasyon yatırımı nedeniyle yeni sistem Nisan 1993 ayında devreye girdiği için 1994 yılı klinker üretimi 1993 yılına göre % 51.85, 3. çimento değirmeni ise Haziran 1994 ayında devreye girdiği için çimento üretimi 1993 yılına göre % 31.78 oranında artış göstermiştir. Şirket, Türkiye genelinde klinker üretiminde % 3.72, çimento üretiminde % 2.96 paya sahiptir. Şirketin üretimi bir önceki yıla göre klinkerde % 51.85, çimentoda ise % 31.78 oranında artmıştır.

Batıçim Batı Anadolu Çimento, Haziran 1969 tarihinde 96.000 m² saha üzerinde kurulu fabrikasını işletmeye alarak aynı yıl klinker, çimento üretim ve satışını gerçekleştirmiştir.

Şirket günümüzde 600.000 m²'yi aşan arazisi üzerinde 1.250.000 ton/yıl çimento üretim, 30.000 ton çimento stoklama kapasitesine, sekiz adet paketleme ve onbir adet dökme hattı ile günde 10.000 ton çimento satış kapasitesine, yılda 2.000.000 tona yakın mıcır satış imkanına ve 900.000 m³ civarı hazır beton üretim kapasitesine sahip bulunmaktadır.

Bursa Çimento San. A.Ş., 1994 yılında ekonomide yaşanan gelişmelerden olumsuz etkilenmiş bu sebeple 1994 yılı için planladığı 1.300.000 ton üretim miktarının %76'lık kısmını gerçekleştirebilmiştir.

Hazır beton üretim kapasitesini % 40 oranında artırarak 3000 m³/gün'e çıkaracak kapasite artırıcı yatırımı 1994 yılı içerisinde tamamlayan Bursa Çimento, 6 hazır beton santrali, 9 hazır beton pompası ve 54 transmikser ile Bursa ve çevresine hizmet vermektedir.

Çimsa Çimento San. ve Ticaret A.Ş. 40 adet çimento fabrikası ile 8 adet çimento öğütme tesisi bulunmaktadır. Öğütme tesislerinden biri, fabrikalardan yedisi devlet tarafından işletilmektedir. Devlet tesislerinde gerçekleştirdiği üretim ile Türkiye çimento üretiminin % 6.6'sını elinde bulundurmaktadır.

1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda iç talep % 10 seviyesinde gerilemiş, buna karşın şirketlerin yoğun ihracat çabaları ile ihracat % 63 oranında artırılmıştır.

Çimsa; biri 700 ton/gün, diğeri 3.300 ton/gün üretim kapasiteli iki klinker fırını ; 140 ton/saat ve 50 ton/saatlik iki adet çimento öğütme değirmeni ile üretim faaliyetinde bulunmaktadır. 1994 yılında klinkerde %107, çimentoda %77, hazır beton üretiminde ise %102 kapasite kullanım oranına ulaşmıştır.

Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş., başlıca üretimi klinker , çimento, gazbeton üzerinedir. Çimentaş Ege bölgesinin ilk, Türkiye'nin 6. çimento fabrikası olarak İzmir -Kemalpaşa'da kurulmuştur. Şirket klinker üretimini biri ön ısıtmalı, diğeri prekalsinasyonlu kuru sistem olmak üzere 2 döner fırında, çimento üretimini ise: ikisi 25 ton/saat diğeri ikiside 100 ton/saat kapasiteli dört değirmende gerçekleştirmektedir.

Şirket, 1994 yılında Türkiye genelinde % 5, bölgesel olarak %32-35 arasında pazar payına sahip olup, gazbeton üretiminde ise Ege bölgesindeki tek üretici konumundadır. Şirket, gazbeton üretimini Alman Hebel GmbH firması ile yapmış olduğu lisans anlaşması çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Çimentaş 1994 yılında klinkerde % 119, çimentoda % 83, gazbetonda ise %88 kapasite kullanım oranına ulaşmıştır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento San.Tic. A.Ş., halen klinker, çimento ve hazır beton üretimi yapmaktadır. Şirket 1992 yılında tamamladığı 2. klinker üretim hattı ile klinker üretim kapasitesini yaklaşık 1.200.000 ton/yıl'a çıkarmış, çimento üretiminde yarı mamul olarak kullandığı klinkerin tamamını üretir duruma gelmiştir. Halihazırda şirketin 2 klinker üretim hattı, 3 çimento öğütme değirmeni ve birde hazır beton santrali bulunmaktadır. Başta Antalya olmak üzere Burdur, Isparta, Kütahya ve Fethiye gibi çevre illerin ihtiyacına yönelik üretim faaliyetlerini sürdürmektedir. 1994 yılında Türkiye çimento üretiminin % 2.96'sını gerçekleştirmiştir.

Konya Çimento San. A.Ş., katkıli portland çimento ve hazır beton üreten ve Türkiye genelinde pazar payı yaklaşık %2 olarak gerçekleşen şirketin, 1994 yılında üretim ve satış miktarlarında bir önceki yıla göre %9 oranında düşüş gözlenmiş, üretim 615.000 ton, satış 617.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

Mardin Çimento San. 525 bin ton/yıl klinker, 550 bin ton/yıl çimento üretim kapasitesi ile 1994 yılında çimento üretiminde %18 oranında düşüş, klinker üretiminde ise % 6 oranında artış gerçekleştirmiştir. Kapasite kullanım oranları 1993 yılına göre klinkerde 5 puan artarak %95, çimento da ise 16 puan düşerek %70 oranında gerçekleşmiştir.

Oysa Niğde Çimento San. ve Ticaret .A.Ş., bölgesi içinde % 17.99, Türkiye genelinde % 1.33 pazar payı bulunan şirketin çimento satışları; 1994 yılında %23 oranında azalarak 356.123.000 ton, klinker satışları ise %62,4 oranında artarak 164.041.000 ton olarak gerçekleşmiştir. Bunların yanısıra şirket 1994 yılında hazır beton satışına başlamış ve 51.503 m³ satış gerçekleştirmiştir.

Ünye Çimento San. ve Ticaret A.Ş., çimento satışları talep daralması nedeniyle 1993 yılına göre 50.131 ton olmak üzere % 7.5 oranında gerilemiştir. Çimento ihracı ise 3.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

Çimento üretiminde yer olan bu firmaların, bulunduğu bölge itibariyle ekonomik durumu da paralellik göstermektedir. Güneydoğu Anadolu Bölgesi, Orta Anadolu Bölgesi ile birlikte 1994 krizinden en fazla etkilenen bölgeler olmuştur. Hükümet yatırımlarının çoğu bu bölgelerdedir. Kişi başına düşen çimento tüketimi çok düşüktür. 1994'teki ekonomik paketle hükümet yatırımları durmuş ve bölge üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Bu etki diğer bölgelerde özel yatırımlarla azalmıştır.

Marmara Bölgesi ülkenin ticaret ve finans merkezidir. Toplam çimento üretiminin ve tüketiminin %35'i bu bölgededir. Diğer bölgelerle karşılaştırıldığında temel alt yapı yatırımlarını tamamlamıştır. Gelecek 5 yılda sağlıklı bir büyüme olamayacağı düşünülmektedir. Kapasitenin artan kısmının direkt olarak ihraç edilme

zorunluluğu bulunmaktadır. Bu konuda Çanakkale bölgede önemli bir rol oynamaktadır.¹⁴⁶ Deniz yoluyla imento sevkiyatında, özellikle Çanakkale imento bu avantajı en iyi değerlendiren firma olmuştur.

Tablo XXII’de bölgelere göre imento kapasiteleri, kapasiteyi kullanma oranları ve gelişme potansiyelleri verilmiştir. Marmara bölgesi, 95 yılı Haziran ayında en yüksek imento kapasitesine sahip görülmektedir. Ancak 2000 yılı üretim tahminlerine bakıldığında, Turizm ve finansal hareketlerin büyük bir hızla arttığı Ege Bölgesindeki alt yapı yatırımlarının büyüme oranı gelecek için mit vermekte ve Orta Anadolu Bölgesinin, imento sektöründe bir atılım gerçekleştireceği görülmektedir.



¹⁴⁶ Nergis Kasabalı, *Türkish Cement, Industry Bulletin*, July 1995, Ata Securities Inc., s.7

TABLO XXII. Bölgelere Göre Çimento Kapasiteleri, Kapasiteyi Kullanma Oranları ve Gelişme Potansiyelleri

BÖLGELER	ÇİMENTO KAPASİTESİ (000 ton)	1994 ÜRETİMİ (000 ton)	KAPASİTE KULLANMA ORANI	2000 YILI ÜRETİM TAHMİNİ	GELİŞME POTANSİYELİ
MARMARA	17.515	10.263	%59	10.316	%1
EGE	5.795	4.223	%73	7.935	%88
ORTA ANADOLU	8.355	4.650	%56	10.151	%118
KARADENİZ	4.160	3.382	%81	4.883	%44
AKDENİZ	5.950	4.046	%68	4.471	%10
G.DOĞU ANADOLU	4.375	1.965	%45	3.377	%72
BATI ANADOLU	1.425	989	%69	3.558	%260
TOPLAM	47.575	29.518	%62	44.692	%51

Kaynak: Nergis Kasabalı, Turkish Cement, Ata Securities Inc., Industry Bulletin, July 1995, s.7

Güneydoğu Anadolu bölgesinde, son yıllarda görülen ekonomik canlanma nedeniyle, 2000 yılı için yapılan üretim tahmininde gelişme potansiyelinin %72 dolayında gerçekleşeceği düşünülmektedir. Gelecek yıllarda Doğu ve Güneydoğu Anadolu bölgelerindeki çimento tüketiminin, nüfus artışı sebebiyle hız kazanacağını düşünmek yanlış olmayacaktır.

Türk çimento pazarında iki büyük grup Sabancı ve Oyak bulunmaktadır. Bu iki grup birlikte toplam üretim payının % 25'ine sahiptir. Sabancı, Türkiye'nin en büyük ve ilk Endüstri Ticaret gruplarından biridir. Diğer yanda Oyak (Ordu Yardımlaşma Kurumu) yiyecek, çimento ve otomotiv endüstrilerinde faaliyet göstermektedir. Türk Çimento pazarı, şirket birleşme hareketleriyle kapılarını çimento pazarının önemli uluslararası stratejistlerine açmıştır. Bunlar La Farge ve Cement Francais gruplarıdır. Bu Fransız gruplar Türk çimento endüstrisine değişik bir görüş açısı getirmişlerdir.

Oyak Grubu şirketlerinin çok güçlü mali yapıları vardır. Dahası bu şirketler parayı ana işletmelerden kazanmasının yanında yatırımlarını finansal pazarlara yaparlar. Sabancı Grubu çimento sektöründe Akçimento, Çimsa ve Oysa Niğde Çimento ile İ.M.K.B.'de temsil edilmektedir. Akçimento, grubun toplam üretiminin yarısını, Çimsa ise % 30'unu gerçekleştirmektedir.

Çimsa 1994 ekonomi krizinde satışlarını artırabilen iki şirketten birisidir. Tek beyaz çimento üreticisi olması ve yer avantajı Çimsa'nın rekabet gücünü artırmakta ve yüksek marjinlerde çalışmasını sağlamaktadır. Ekonomi krizinde etkilenmeyen diğer firmada Çanakkale Çimento olmuştur..

Tablo XXIII'de çimento sektörünü paylaşan grupların 1995 yılı, Haziran ayı itibariyle klinker ve çimento üretimi verilmiştir.

TABLO XXIII. Gruplara Göre Çimento ve Klinker Üretimi ve Yüzde Oranları

Gruplar	Klinker Üretimi	Yüzde Oranı	Çimento Üretimi	Yüzde Oranı
Sabancı Grup	3.475	%12.3	6.138	%12.8
Oyak Grup	4.000	%14.1	5.538	%11.6
Set Grup	2.535	%8.9	3.995	%8.3
Rumeli Grup	2.120	%7.5	2.475	%5.2
Lafarge Grup	2.580	%9.1	4.870	%10.2
Yibitaş Grup	-	-	-	-
Halk Şirketleri	2.755	%9.7	4.510	%9.4
Vicat Grup	651	%2.3	1.420	%3.0
Çanakkale	1.815	%6.4	4.000	%8.4
Batıçim+Söke	1.610	%5.7	3.000	%6.3
Göлтаş	1.200	%4.2	1.800	%3.8
Nuh	1.350	%4.8	3.750	%7.8
Çimentaş	1.500	%5.3	1.700	%3.6
Bursa	840	%3.0	1.100	%2.3
Diğerleri	1.895	%6.7	3.560	%7.4
G. Toplam	28.327	%100	47.855	%100

Kaynak:Nergis Kasabalı, Turkish Cement, Ata Securities Inc., Industry Bulletin, July 1995, s.8

4.6.4.1. Akçimento ve Çanakkale Çimento Şirketleri Birleşmesi

Akçimento ve Çanakkale Çimento birleşmesini incelemeyen önce, özellikle şirketlerin kuruluşundan bugüne olan gelişimi ile ilgili bilgi verilerek, birleşmenin iki şirket için hangi pazarlarda, hangi tesislerle ne kadar üretim yapıldığının bilinmesi gereklidir.

Akçimento Ticaret A.Ş. 5 Haziran 1967 tarihinde kurulmuştur. Üretim tesisleri 1200 ton/ gün klinker üretim kapasitesi ile 1969 yılında faaliyete başlamıştır. İlk fabrikanın eşi olan 2. Üretim tesislerinin yatırımı 1971 yılında tamamlanarak işletmeye alınmıştır. İlk iki fabrikadan farklı bir teknolojiyle yatırımı tamamlanan 3. Üretim tesisi 1975 yılında devreye alınmış ve tesislerin klinker üretim kapasitesi 3900 ton/gün seviyesine yükseltilmiştir. 1978 yılında fabrikanın artan klinker kapasitesine paralel olarak 100 ton/saat kapasiteli 4. Çimento değirmeni ve iki adet paketleme tesisi ile öğütme kapasitesi artırılmıştır. 1983 yılında fabrika bünyesine bir kırıcı ilave edilmiş,

fuel- oil'den kömür kullanımına geçilmesini takiben üç yeni kömür değirmeni ve hammadde ve kömür homojenizasyon tesisleri kurulmuştur. 1987 yılında mevcut iki çimento değirmeni kapalı sisteme geçirilmiş ve tras katkısının ayrı olarak öğütülmesini sağlayan yeni bir katkı değirmeni yatırımı tamamlanmıştır. 1988 yılında 2. Klinker üretim hattında yapılan önkalsinasyon yatırımı ile bu fırında kapasite 2300 ton/gün'e yükseltilmiştir. 1992 yılında 2.Tesis önkalsinasyon ünitesinde yapılan bir modernizasyon yatırımı ile bu üretim hattının kapasitesi 2800 ton/gün'e, fabrikanın toplam klinker üretme kapasitesi ise 5500 ton/ gün'e yükseltilmiştir.

Çanakkale Çimento Sanayi A.Ş. 17 Eylül 1974 tarihinde kurulmuştur. İhracat ağırlıklı bir proje ile 1975 yılında, Ezine Mahmudiye köyü mevkiinde başlatılan yatırım 1979'da tamamlanmış, 2500 ton/gün klinker kapasiteli fabrika 1980 yılında işletmeye alınmıştır. 1986 yılında başlatılan modernizasyon ve önkalsinasyon yatırımının birinci etabı 1989'da tamamlanmış, fırının %100 kapasite artışı ile 5000 ton/günlük bir üretim potansiyeli kazanmıştır. Klinker üretiminde 1 milyon ton sınırı aşılmıştır (1.360.000 ton). 3.Çimento değirmeni yatırımı da 1990 yılı içinde tamamlanmış ve öğütme kapasitesi, klinker üretim kapasitesi ile uyumlu hale getirilmiştir. Çimento üretimi 1990 yılında 1 milyon tonu aşmıştır.(1.353.000 ton) Şirket Türkiye'nin ilk çimento terminalini 1991 yılında Aliğa'da kurmuş ve bu terminalden Ege bölgesine çimento satışlarını başlatmıştır. 1993 yılında yatırım faaliyetlerine hız verilmiş, yıl içinde başlatılan Menemen hazır beton klinker kapalı stokholü yatırımları tamamlanırken, Ambarlı Terminal ve Fabrika İskele yatırımlarında önemli ilerlemeler kaydedilerek 1994 başında tamamlanması planlanmıştır. 1994 yılının ilk yarısında Ambarlı terminali işletmeye alınmış ve ilk kez iç satışları milyon tonu geçmiştir. (1.140.000 ton) Fırın soğutma bölgesinde yapılan modernizasyon yatırımı ile klinker üretim kapasitesi 5800 ton/ gün'e yükseltilmiş ve öğütme kapasitesinin artırımı için 4.çimento değirmeni ve mevcut değirmenin modernizasyon yatırımı başlatılmıştır. 1995 yılında yatırım tamamlanmıştır. Öğütme imkanlarının 3.5 milyon ton'a ulaştığı fabrikada farklı ürünlerin satışında etkinlik sağlamak amacı ile 2 adet yeni çimento silosu yatırımı başlatılmıştır.

Sabancı Holding ile dünyanın önde gelen çimento üretim ve ticaret kuruluşlarından biri olan Belçika firması CBR Grubu, arasında gerçekleştirilen bir anlaşma gereği Akçimento ve Çanakkale Çimento şirketleri birleşerek 1 Ekim 1996'dan itibaren "Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş." olarak faaliyete başlamışlardır. Birleşme sonrasında Akçansa Türkiye'nin en büyük çimento kuruluşu haline gelmiştir. Toplam yıllık Klinker üretim kapasitesi 3.8 milyon, çimento üretim kapasitesi ise 6 milyon tonun üzerine çıkmıştır. Akçansa'nın tesisleri Büyükçekmece ve Çanakkale'de bulunan çimento fabrikalarının yanısıra İzmir Aliağa'da ve İstanbul Ambarlı'da iki adet Çimento terminali ile Marmara ve Ege bölgesinde yaygın bir satış ağına sahip olmuştur. Şirketin bir iştiraki olan Karçimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ise Karabük'te 1997 senesi sonunda faaliyete geçen tesisleri ile senede 200.000 ton curufllu çimento üretmektedirler. Akçansa'nın iştiraki olan Betonsa'nın Marmara ve Ege Bölgesinde senede 2.500.000 m³'ün üzerinde beton üretim kapasitesi bulunmaktadır.¹⁶⁷

CBR, 1989 yılından 1992 yılına kadar Türkiye'ye yatırımda bulunmak üzere uygun şartları aramaktaydı ve CBR'in Çanakkale Çimento'yu almak için girişimlerde bulunmaya başladığı sırada, Lafarge ile Heidelberg Zement'de Çanakkale Çimento'yu satın alma konusunda rekabet etmekteydiler. Ancak 1992 yılında, girişimcilerin hiçbiri bu işlemi gerçekleştirememişlerdir. Bunun en önemli sebebi, Çanakkale'nin yerel pazarının kısıtlı olması nedeniyle, satın almada ödenecek yüksek fiyatı karşılayamayacağı fikridir. CBR ise Çanakkale ile bağlantısını kesmeyerek devam ettirmiş ve 3 yıl sonra Çanakkale Çimento'nun sahiplerinin şirketi satma taraftarı olması nedeniyle onlarda değişen şartları gözönüne alarak 12 Ocak 1996'da Çanakkale'nin % 97.7'sini satın almışlardır.

1995'te, Türkiye çimento ve klinker ihracatı 4.6 milyon ton, çimento tüketimi de 30 milyon ton olarak gerçekleştiğinde, Çanakkale Çimento iç ve dış pazarlarda eşit şekilde dağılmış 3 milyon tonluk çimento satışıyla, endüstride üst sıraya yerleşmiştir. İç pazarda ; Çanakkale, İzmir ve İstanbul limanlarından denizyoluyla kaynak sağlama gibi orjinal bir stratejiyle ayrıcalıklı bir yere ulaşmıştır. İhracat alanında ise, bu sahaya en

¹⁶⁷ "Akçansa 1996 Yılı Faaliyet Raporu" s.6-7

uzun süreli katkıda bulunmuş olan tek Türk çimento üreticisi olan Çanakkale Çimento, deniz yoluyla çimento sevkiyatında ve ticaretinde önemli tecrübeler kazanmıştır. Son olarak hazır beton operasyonunu da devreye alan firma, 1995'te 325 bin metreküp ürün satmıştır. Geçtiğimiz 1996 yılındaki satışların ise 480 bin metreküp olduğu tahmin edilmektedir.

Çanakkale'nin CBR tarafından alınmasından kısa bir süre sonra, Türkiye'nin ileri gelen Holdinglerinden biri olan Sabancı Holding, CBR'a bir teklifle yaklaşmıştır. Bilindiği gibi Sabancı Holding, Türkiye'de çoğu ortak girişimle yürütülen çeşitli işleri bünyesinde barındıran bir aile şirkettir. CBR ise Türkiye'deki işini güçlü bir yerel ortakla, bir ortak girişim halinde büyütme fikriyle ilgilenmiştir. İstanbul pazarında önemli bir yer tutan Sabancı'nın Akçimentosu, CBR'ın Çanakkale'sini tamamlayabileceği görüşü egemen olmuş ve 1996 Nisan başlarında CBR, Çanakkale Çimento'daki yarı hissesini, Sabancı'nın Akçimento'daki yarı hissesiyle değiştirmeyi kabul etmiştir.

1 Ekim 1996'da Çanakkale Çimento ve Akçimento birleşmişlerdir. Sonuçta ortaya çıkan şirket "**Akçansa**" adını almış ve hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır.

Çanakkale ve Akçimento faaliyetlerini tek bir şirkette toplayarak Türkiye'deki operasyonlarının yeni yapısını oluşturmuşlardır. Sabancı ve CBR'ın ortaklığıyla gerçekleştirilen yeni oluşumda ortaklar % 79.4'lük hisseye eşit olarak sahiptirler. Kalan hisseler, küçük yatırımcılar tarafından paylaşılmış ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmeye devam etmektedir. Birleşme, Çanakkale Çimento'nun Akçimento'yu devralmasıyla gerçekleşmiştir.

Akçansa'nın ortakları olan CBR ve Sabancı'dan gelen temsilcilerin oluşturduğu bir komitenin kararıyla, tüm organizasyonun yapısı değiştirilmiştir. Bu yapıya göre şirket Ticaret, Satınalma, İşletmeler (üretim faaliyetleri), Proje (faaliyetlere yapılan yatırımlar), Finans, İnsan Kaynakları, Strateji ve Geliştirme olmak üzere departmanlara bölünmüştür:

Akçansa, çimento üretimi ile hazır beton faaliyetlerini ayrı tutmuştur. Çanakkale'nin tüm hazır beton işlerini üstlenen BetonSa, eskiden olduğu gibi yeni kuruluşun da tüm hazır beton işlerini üstlenmiştir. Benzerlerinde olduğu gibi, grubun bölgedeki tüm hazır beton ihtiyacını üstlenecek yeni bir şirket kurulması düşünülmektedir.

Sabancı Grubu içinde ilk birleşme deneyimini yaşayan Akçansa, Akçimento ve Çanakkale Çimento'nun farklı şirket kültürü, politika ve uygulamaları ile ortaklar Sabancı Holding ve CBR ile CBR'ın dahil olduğu Heidelberg Zement'in ve bunların içinde bulunduğu Türk, Belçika ve Alman kültür, politika ve uygulamaların bulunduğu bir oluşumdur. 1 Ekim 1996'da Akçansa'nın kuruluşundan sonra, insan kaynakları departmanı olarak, yeni organizasyonu meydana getiren Akçimento ve Çanakkale Çimento'da farklı insan kaynakları politikaları uygulandığı tespit edilmiştir. Bu farklı uygulamalar ile farklı kültür ve politikaların bir araya gelmesi Akçansa için yeni bir insan kaynakları politikasının oluşturulmasını ve oluşturulacak yeni insan kaynakları politikasında; işte bu kültür, politika ve uygulama farklılıklarının da dikkate alınmasını gerektirmiştir.

Bu doğrultuda ilk olarak ortaklardan Sabancı Holding ve CBR insan kaynakları departmanları ile bir araya gelerek "iş tanımları", "iş değerlendirme", ve "ücretlendirme" sistemlerini oluşturacak bir plan yapılmıştır. Bu çalışmalar ilk etapta genel müdür, genel müdür yardımcıları ve müdürleri kapsayan üst ve orta kademe yöneticiler için yapılmış, daha sonra şef, uzman, mühendis ve yedekleme planında yer alacak tüm personel için uygulanmıştır. İş tanımları ve iş değerlendirme için "CRG" (Corporate Resources Group) yöntemi seçilmiştir. Bu çalışmadaki amaç;

- i. İnsanların yeteneklerine, deneyimlerine, potansiyellerine, kişisel ve müşterek performanslarına değer vermek,
- ii. Hareketliliği, esnekliği ve dengeyi tescil etmek,
- iii. Çekici, motive edici, geliştirici, ödüllendirici olmak,
- iv. Saydamlık, eşitlik, dahili ve harici uyum, rekabetçilik prensiplerine dayalı bir sistem kurmaktır.

Kurulacak bu sistem ve oluşturulacak altyapı ile ilgili düzenlemelerde;

- İşe uygun eleman seçmeye ve yerleştirmeye,
- Entegrasyona,
- Eğitim ve Geliştirmeye
- Rotasyona,
- Kariyer Yönetimine,
- Performans Yönetimine geçerek insan kaynakları fonksiyonlarının bir bütün olarak uygulanmasını sağlamaktır.

Akçansa ücretlendirme sistemi çalışmaları, Kasım 1996'da iş tanımlama çalışmaları ile başlamıştır. İş tanımları, iş değerlemenin temelini oluşturan, organizasyonu, işe alımları, personelin değerlendirilmesini ve eğitimini düzenlemek için faydalanabilecek bir araç olarak görülmektedir. 7-8 Kasım 1996'da İcra Komitesi üyeleri ile başlayan, 11-15 Kasım 1996 tarihine kadar devam eden iş tanımları çalışması, kişilerle bire bir yapılan görüşmelerle çıkarılmış, kişi ve amirinin mutabakatı sağlanarak tarafların imzası ile son halini almıştır.

İş değerlemesi; önceden saptanan mantıki temel ölçeklere göre, bir endüstri dalındaki veya işletmedeki işlerin arasındaki nispi değerlerin belirlenmesi için uygulanan bir değerlendirme yöntemidir. Akçansa için yapılan iş tanımları, CRG metodu ile danışmanlar, CBR, Sabancı Holding ve Akçansa insan kaynakları ile ilgili amirlerden oluşan bir komite tarafından değerlendirilmiştir. Bu çalışmalar 1997 Ocak-Şubat aylarında yapılmıştır. Değerlendirmede kullanılan CRG metodu uluslararası düzeyde kullanılan açık, tutarlı ve basit bir sistemdir. Bu sistem analitik bir metod olup her pozisyon için yedi değerlendirme kriteri ve bunların alt faktörleri bulunmaktadır.

Bu değerlendirme kriterlerini şu şekilde gruplayabiliriz.

A. Yapı ve Organizasyon

- Organizasyonun türü (Etki- Boyut)
- Gözetim (Sayı- Nitelik)

B. Sorumluluk Kapsamı

- Sorumluluk Alanı (Bağımsızlık- Çeşitlilik- İş Anlayışı)
- Karşılıklı etkileşim (Sıklık- Kabiliyet- Organizasyon çatısı)

C. İşin Karmaşıklığı

- Vasıflılık (Öğrenim- Tecrübe)
- Problem Çözme (Yenilikçi- Operasyonel)
- Çevre Şartları (Riziko- Zorluklar)

Değerlendirmenin sonunda pozisyonlar aldıkları puanlara göre beş iş grubunda toplanmıştır. İş değerlendirme çalışmalarının sonuçlanmasından sonra Mart-Mayıs 1997 tarihleri arasında ücretlendirme politikası oluşturma çalışmaları yapılmıştır. Hazırlanan taslakta ücret sistemi; kök ücret, değişken ücret ve yan menfaatleri içermektedir.

Kök ücret, oluşturulan beş iş grubunun minimum ve maksimumuna göre belirlenip, pozisyonu ve kişinin yetkinlik ve becerilerini ödüllendirmektedir. Yetkinlik ve beceriler Sabancı Holding'in performans değerlendirme sistemi kullanılarak yapılmaktadır.

Değişken ücret, departmanlar arası ve departman içi sinerji ile takım çalışmasını güçlendirmek amacıyla planlanan, Akçansa, departman ve bireysel performanslarının belirli oranlarda dağılımından oluşmaktadır. Her bir performans seviyesi sene başında verilecek ölçülebilir ve makul hedefleri başarma derecesine göre belirlenecektir.

Yan menfaatler ise, mevcut şirket arabası, telefon gibi farklı uygulamaların yeknesaklığını sağlamak ve bu konulardaki şirket politikasını oluşturmak amacıyla yapılan düzenlemeleri içermektedir.¹⁶⁸

Akçansa'nın Bilgi Teknolojisi (BT) altyapısı ile ilgili çalışmalar değişik lokasyonlarda sürdürülmektedir. Bu konuda yapılan tüm yatırımların Akçansa uzun vadeli BT stratejisi ile uyumlu olmasına özen gösterilmektedir.

Akçansa tepe yönetiminin 1997 yılından itibaren faaliyet göstereceği merkez ofis ile ilgili çalışmalar Ocak ayı içerisinde tamamlanmış ve ofiste bir Ethernet "Local Area Network" (LAN) kurulmuştur. Ambarlı terminali BT altyapı çalışmaları tamamlanmış ve Akçansa "Wide Area Network" (WAN) ortamına bağlı bir LAN kurulmuştur. Buna ek olarak da Ocak ayından itibaren Merkez, Büyükçekmece ve Çanakkale'ye ilave olarak Ambarlı ve İzmir ortamlarındaki kullanıcılar da elektronik haberleşme ağına dahil olmuşlardır.¹⁶⁹

¹⁶⁸ Akçansa Bülteni, Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş., Mayıs- Haziran, 1997, Sayı 3, s.5

¹⁶⁹ Akçansa Bülteni, Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş., Ocak - Şubat , 1997, Sayı 3, s.6

4.6.5. Akçimento Ve Çanakkale Çimento Birleşmesinin Tahmin Teknikleri Yöntemiyle Finansal Analizi

Birleşmenin gerçekleşmesinin ardından ortaya çıkan yeni şirketin, Akçimento ve Çanakkale Çimento Grubu'nun tüm avantajlarını biraraya getiren, dezavantajlarını da ortadan kaldıran iyi bir birleşme örneği olduğu düşünülmektedir.

Ancak yapılan her birleşme anlaşmasının, iyi sonuçlanacağı gibi bir genelleme yapılamayacağı çok açıktır. Birleşme öncesi, çok uzun ve yorucu çalışmaların yapıldığı bir süreçtir. Bu süreç birleşmenin gerçekleşmesinden sonra da devam eder. Birleşmenin işletmeye getirdiği sinerji ölçülebilmelidir.

Çalışmamızda yapılmak istenen de birleşmenin gerçekleşmesi sonrasında, öncesi ile kıyaslayarak bu birleşmenin başarısını ölçmektir. Bu ölçümü yapabilmek için finansal tahmin tekniklerinden bir analiz yöntemi seçmek gereklidir. Bu yöntemi seçebilmek için tahmin tekniklerini incelemek ve birbirlerine karşı avantaj, dezavantajlarını belirlemek gereklidir.

4.6.5.1. Tahmin Tekniklerinin Karar Vermedeki Rolü

Gerek kamu, gerekse özel sektördeki karar verme faaliyetinin iyileştirilmesi konusundaki düşüncelere göre, yöneticilerin klasik yaklaşımı tahmin süreci açısından yetersizdir. Klasik tarzda, yöneticilerin kararlarını kendi düşünce ve sezgilerine dayandırarak vermesinin yarattığı sorunlar nedeniyle, yönetim ve karar verme tekniklerinde son yıllarda yöneylem araştırması, karar destek sistemleri, bilgisayar ve kantitatif tahmin teknikleri önem kazanmıştır.

Herhangi bir karar verme durumunda en önemli unsur, verilecek karar ve ilgili durumu çevreleyen şartların tahmin edilmesi oluşturmaktadır. Böyle ön görüler, genellikle karar verme sürecinin bir alt unsuru olarak görülen tahmin süreci içinde ele alınmaktadır. Sistemik yönetime verilen önem arttıkça tahmin ve öngöründe bulunma yoğun bir çalışma alanı haline gelmekte ve daha objektif ve güvenilir tahmin yapabilmek için metotlar geliştirilmektedir. Doğal olarak, bu tekniklerin ölçmedeki hassasiyet derecesi ve kullanışlığı birbirinden farklılıklar göstermektedir.

Bütün karar verme durumları için geçerli olan tek bir tahmin yöntemi (metodu) yoktur. Öte yandan , tahmin süreci açısından karar verme durumları birbirine kıyasla farklılık arz etmektedir. Her ne kadar karar verme durumuna bağlı olarak seçilen tahmin tekniği değişmekte ise de tüm tahminlerde ortak olan bazı unsurları belirlemek mümkündür. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

- Bütün karar verme durumları gelecekle ilgilidir ve dolayısıyla işin içinde zaman faktörü bulunmaktadır. Her tahmin zaman boyutundaki belirli bir nokta için yapılmaktadır. Bu noktadaki değişiklik, genellikle yapılan tahmini etkilemektedir.

- Tahmin durumlarında daima ortaya çıkan bir unsur belirsizliktir. Eğer belli bir zamandaki şartlar işletme yönetimi tarafından biliniyorsa tahmin yapmak çok kolaydır. Aslında, yönetimin karşısına çıkan bütün durumlar belirsizlik içermekte ve bunlarla ilgili tahminler yapabilmek için de bilgi toplanması gerekmektedir.

-Tahminler geçmişteki verilerden yararlanarak, oluşturulacak bilgiye dayanmaktadır. Veriler gerçekleşmiş rakamlar veya değerlerdir. Bu verilerin içinde bulunan bilgi miktarı ile karar verme arasında doğru bir orantı bulunmaktadır.¹⁷⁰

Tahmin sürecinde ortak olan unsurların sayısını daha da arttırmak mümkün olmasına rağmen bu üç unsur bunların en önemlileridir.

4.6.5.2. Tahmin Teknikleri

Son 30 yıllık dönemde çeşitli ihtiyaçlara cevap verebilecek birçok tahmin tekniği geliştirilmiştir. Tahmin tekniklerini 2 grupta toplamak mümkündür.¹⁷¹

- i. Kantitatif teknikler,
- ii. Kalitatif teknikler.

Bu sınıflandırmadaki esas amaç, verilerden tahmin sürecinde ne ölçüde doğrudan yararlanıldığıdır. Geçmiş verilerin değerlerini doğrudan ve bir takım kurallar takip ederek gelecek ile ilgili öngöründe bulunan tekniklere “Kantitatif teknikler” denir.

¹⁷⁰ WHEELWRIGHT S.C., MAKRIDAKIS S., *Forecasting Methods for Management*, New York: John Wiley and Sons, 3.b., 1980, s.162.

Böyle verilerin mevcut yada uygulanabilir olmaması durumunda veya yönetimin kendi görüşlerinin önemli olması halinde “Kalitatif Tahmin Teknikleri” uygulanır.

Kantitatif tahmin tekniklerinin tümünde ortak özellik, hepsinde geçmiş verilerin doğrudan kullanılmasıdır. Bu sınıfta bulunan veya çok yaygın olarak kullanılan teknikleri sıralamak istersek;

- i. Basit ve İkili Hareketli Ortalamalar,
- ii. Basit ve İkili Üssel Düzeltme,
- iii. Basit ve Çoklu Regresyon Teknikleri,
- iv. Uyarlayıcı Ayıklama,
- v. Klasik Ayırıştırma,
- vi. Box-Jenkins.

Bu tekniklerde geçmiş veriler belli bir zaman aralığı içinde ele alınır ve bunu esas almak suretiyle gelecekte ne olacağı öngörülür. Örneğin, aylık satışlarını tahmin etmek isteyen bir işletme, bir tahmin tekniği yardımıyla geçmiş 24 aylık gerçek satış değerlerini kullanarak, gelecek ay ki satışın ne olabileceğini tahmin edebilmektedir.

Kantitatif tahmin tekniklerine son yıllarda yaygın bir şekilde yönelmenin iki nedeni vardır.

1. Bu tekniklerin bir tahmin aracı olarak, uygulamada güvenilirliklerini ispat etmesi,
2. Bilgisayar teknolojisinden yararlanabilmenin hemen hemen her işletme için mümkün olmasıdır.

İkinci sınıf tahmin tekniklerine, Kalitatif teknikler yada Teknolojik Tahminler de denilmektedir. Ancak bu tekniği, teknolojik tahmin olarak adlandırmak, teknolojik gelişmeler dışında başka alanlarda da bu tekniğin kullanılması nedeniyle yanıltıcı olmaktadır. Kalitatif tekniklerin amacı, belli bir süreçte ve aynı zamanda sürecin bizzat kendisinde meydana gelen değişmeyi tahmin

¹⁷¹ HANKE J.E., REITSCH A.G., *Business Forecasting*, Boston: Allyn- Bacon, 4.b., 1992, s. 236.

etmektedir. Bu değişmeler birçok faktörden meydana gelebilir. Örneğin, bir işletmenin ürününün talepte en üst noktaya gelip gelmediğini (peak), yada başka bir değişle, bu mamülün hayat seyrinin en son evresine ulaşp ulaşmadığını tahmin etmek gerekirse, bu dönüş noktasını tahmin etmede kalitatif tekniklerin kullanılması daha iyi sonuç verebilmektedir. Fakat bu metodla çalışmanın güçlüğü ve maliyeti, bu tekniğin ancak uzun vadeli ve işletme için çok önemli olan durumlarda uygulanmasına sebep olmaktadır. Öte yandan, geçmiş verilerin ortaya koyduğu süreçte meydana gelen herhangi bir değişikliği kantitatif tekniklerle tahmin etmek çok zordur. Bu değişikliği ancak kalitatif tekniklerle tahmin etmek mümkündür. Böylece burada geçmiş veriler yetersiz olmakta ve kalitatif tekniklere ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu sınıflama içerisinde yer almayan yöntemlerin en önemlilerinden birisi de Subjektif İhtimale Dayalı Tahmin'dir. Bu metod son 10 yıllık süreçte oldukça yaygın bir uygulama alanı bulmuştur. Yöneticinin görüşlerinin tahmin sürecinde kullanılabilmesi ve bunların matematiksel metodlarla entegre edilebilmesi yöntemin cazibesini arttıran en önemli hususlardır. Bu yöntem, bilhassa tahmin sürecinde önemli derecede belirsizlikle karşılaşıldığında ve yöneticinin elindeki verileri değerlendirme ve çeşitli sonuçların gerçekleşme derecesini yargılama açısından kendisini yeterli hissettiği zaman çok uygundur.¹⁷²

4.6.5.3. Tahmin Tekniğinin Seçimi

Bir yönetici, belli bir durum için en uygun tahmin tekniğini seçebilmenin ne derece önemli olduğunun farkında olmalıdır. Uygun tahmin metodunun seçimine etki eden faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- i. Karar verme durumunun özellikleri,
- ii. Tahmin yöntemlerinin özellikleri,
- iii. Eldeki geçmiş verilerin miktarı.¹⁷³

¹⁷² WHEELWRIGHT, MAKRIDAKIS, a.g.e., s.162.

¹⁷³ WHEELWRIGHT, MAKRIDAKIS, a.g.e., s.162.

4.6.5.3.1. Karar Verme Durumunun Özellikleri

Tahmin tekniklerinin seçiminde, karar verme durumunun özelliklerinin bilinmesi gerekmektedir. Bu özellikleri 6 grupta inceleyebiliriz.

i. Zaman Uzunluğu :

Gelecekle ilgili kararlar, zaman uzunluğu açısından 4 dilime ayrılabilir:

- Yakın vade (1 aydan daha az)
- Kısa vade (1 - 3 ay)
- Orta vade (3 ay, 2 yıl)
- Uzun vade (2 yıldan fazla)

Genellikle her tahmin metodu belli bir zaman uzunluğu için iyi sonuç verir. Örneğin, kantitatif tekniklerinin doğruluk derecesi vade uzadıkça azalmaktadır. Bu yüzden, bu teknikler genelde yakın ve kısa vadeli tahmin amacıyla kullanılmaktadır.

Akçimento ve Çanakkale Çimento birleşmesini zaman uzunluğu açısından orta vadeli dilimde incelememiz, birleşmenin başarısını tahminde daha güvenilir sonuçlar elde etmemize neden olmuştur.

ii. Detay Seviyesi:

Bir tahmin metodu belli bir durum için seçilirken detay seviyesi gözönünde bulundurulmalıdır. Bir işletmedeki planlama bölümü, işletmenin ürün çeşitlerinin herbiri için ayrı tahmin yapmayı gereksiz bulurken, üretim bölümü ise haftalık üretim programları için işletmenin genel satış tahminlerinden faydalanmak istemeyebilir. Bu nedenden dolayı detay seviyesi tahmin yönteminin seçiminde önemli bir etkidir.

iii. Tahmine Katılacak Birimlerin Sayısı:

Ürün çeşidi sınırlı olan bir yöneticinin gereksinim duyduğu tahmin metodu, milli geliri tahmin etmeyi amaçlayan D.P.T.'ninkinden farklı olmak durumundadır. Genellik seviyesi arttıkça, tahmin yapmada kullanılan kuralların, detay seviyesi de azalmaktadır.

iv. Kontrolle Karşılık Planlama:

Kontrol alanında karar veren bir yöneticinin ihtiyaçları, planlama alanında faaliyet gösteren bir yöneticinininkinden farklıdır. Planlamada amaç, mevcut durumu açıklamak ve bu durumun gelecekte de devam edeceği varsayımından hareketle gelecekteki bir noktayı şimdiden görmektir. Kontrolde ihtiyaç duyulan, sistemin ne zaman istenmeyen duruma gittiğini ortaya koymaktır. Dolayısıyla, kontrolde amaç, sistemde meydana gelecek değişmeyi erkenden öngörmek ve buna bağlı olarak gerekli tedbirleri almaktır. Sonuç olarak, kontrol ve planlama amaçlarındaki bu farklılıktan dolayı farklı tahmin tekniklerinin kullanımını gerektirir.

v. Kararlılık:

Kararlılık gösteren durumların tahmini, devamlı değişme gösteren durumların tahmininden daha kolaydır. Bu nedenle kantitatif teknikler daha ziyade kararlı durumların tahmini için tercih edilmektedir.

vi. Mevcut Planlama Süreçleri:

Değişime karşı direnç her örgütte karşılaşılan bir durumdur. Bu yüzden, mevcut duruma uygun olabilecek tahmin yöntemleri seçilmelidir. Duruma uygun tahmin yönteminin seçilmesinde ayrıca tahmin özellikleri de incelenmelidir.¹⁷⁴

4.6.5.3.2. Çeşitli Tahmin Yöntemlerinin Özellikleri

Tahmin yöntemlerinin özelliklerinin bilinmesiyle, hangi tahmin tekniğinin seçilmesi gerektiği konusu açıklık kazanmaktadır. Bu özellikleri 6 grupta incelemek mümkündür.

i. Zaman Uzunluğu:

Bir tahmin metodunu ilgilendiren iki zaman uzunluğu vardır.

- Tahmin edilen noktanın zaman uzunluğu: Genellikle, kalitatif tahmin teknikleri daha uzun dönemli tahminlerde kullanılırken, kantitatif metodlar orta, kısa ve yakın vadeli tahminlerde daha uygun olmaktadır.

¹⁷⁴ GÖKÇE Deniz, *Para Finans Ansiklopedisi*, Cilt 2, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1996, s.170.

- Tahmin edilen dönem sayısı: Bazı tahmin teknikleri sadece bir dönem ilerisini tahmin için kullanılabilirken, bazıları için böyle bir sınırlılık söz konusu değildir. Örneğin, basit hareketli ortalamalar ile basit üssel düzeltme teknikleri sadece bir dönem ilerisini tahmin etme sınırlılığına sahip iken diğer üst düzey düzeltme teknikleri için böyle bir kısıtlama söz konusu değildir.

ii. Verilerin Durumu:

Tahmin yöntemlerinin seçiminde önemli bir faktör de verilerin gösterdiği biçimdir. Yalnız veri biçimlerini 4 başlıkta toplamak mümkündür. Bunlar yatay, trend, mevsimlik ve devirsel veri biçimleridir. Gerçek yaşamda, bu veri biçimlerinin bileşkesi görülmektedir. Tahmin yöntemlerinin etkinliği veri biçimine bağlı olarak değiştiğinden, incelenecek veri biçimini en uygun metodla eşlemek çok önemli bir noktadır.

iii. Model Türü:

Tahmin tekniklerinin hepsi belli varsayımlara dayanırlar. Genelde tekniklerin özelliklerini belirlerken 4 ayrı model türü esas alınmaktadır. Bunlar, zaman serisi analizi, sebep-sonuç ilişkisine dayalı modeller istatistiksel ve istatistiksel olmayan modellerdir. Kimi durumlarda bazı teknikleri bu modellerden birkaçı ile nitelendirmek mümkün olabilmektedir.

iv. Maliyet:

Bir tahmin sürecinde dört maliyet unsuru bulunmaktadır;

- a. Geliştirme,
- b. Düzenleme (verilerin yerleştirilmesi),
- c. Uygulama,
- d. Fırsat maliyeti.

Maliyet unsuru, farklı durumlar için farklı tekniklerin çekici olmasında önemli bir etkiye sahiptir.

v. Doğruluk:

Tahminde ihtiyaç duyulan ayrıntı ile yakın ilişkide bulunan diğer bir husus da istenilen doğruluk derecesidir. Bazı karar vericiler için artı veya eksi % 10 arasında bir hata yeterli olabilmektedir. Fakat bazı durumlar da % 5'e kadar ki hatalar bile kabul edilmemektedir.

vi. Uygulama Kolaylığı:

Bir genel prensip olarak yönetim problemlerine, bilimsel metotların uygulanmasında bu metodların kolay anlaşılabilir ve uygulanabilir olması beklenmektedir.¹⁷⁵

4.6.5.3.3. Eldeki Geçmiş Verilerin Miktarı

Tekniğin uygulanması için gereken en az veri miktarı teknik itibariyle değişkenlik göstermektedir. Örneğin, Çoklu Regresyon ve Box-Jenkis istatistiksel teknikler olduğundan dolayı bu tekniklerin güvenilir sonuç vermesi, veri adedinin analiz için yeterli sayıda olmasına bağlıdır. Çeşitli metodlar farklı miktarda bilgiye ihtiyaç göstermektedirler. Gerekli veri toplama süresi ve verilerin işleme süresi kullanılan teknik itibariyle farklılık göstermektedir. Bu nedenle zaman sınırlamasının sözkonusu olduğu durumlar için önemli bir husus olmaktadır.

Genelde tahmin teknikleri ilk defa bir işletmede kullanılacaksa önce çok basit ve kullanılması ucuz olan tekniklerle işe başlamak, işletme yöneticileri bu tekniklerin önemini anlamaya başladığında daha gelişmiş yöntemlerin kullanımına geçilmesi daha uygun olmaktadır.

Akçansa birleşmesi için kullandığımız veri adetleri, birleşme öncesi Akçimento ve Çanakkale Çimento, Brüt Satışlar ve Net Dönem Kârı 94 yılının I. Döneminden başlamak üzere İ.M.K.B verilerinden alınmıştır.

¹⁷⁵ GÖKÇE Deniz, a.g.e., s.170.

4.6.5.4. Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş.’nin Basit ve İkili Hareketli Ortalamalar Yöntemi İle Yıl Sonu Ciro ve Net Kâr Tahmini

Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş.’nin birleşmesinin başarısına ilişkin tahmin tekniğinin belirlenmesinde, geçmiş verilerin doğrudan kullanımı yoluna gidildiğinden bu tahmin tekniği kantitatif tekniklerin bulunduğu gruba dahil olmaktadır.

Bu grupta bulunan teknikleri daha önce belirttiğimiz üzere;

- i. Basit ve İkili Hareketli Ortalamalar,
- ii. Basit ve İkili Üssel Düzeltme,
- iii. Basit ve Çoklu Regresyon Teknikleri,
- iv. Uyarlayıcı Ayıklama,
- v. Klasik Ayrıştırma,
- vi. Box- Jenkins Yöntemi’dir.

Birleşmenin başarısı ile ilgili tahmin tekniğinin belirlenmesinde öncelikle karar verme durumunun özelliklerine bakmak gereklidir. Çalışmamızda orta vade olarak kabul edilen 3 ay ile 2 yıl’lık zaman dilimi seçilmiştir. Detay seviyesi olarak bahsedilen konu ise tahmin sayısının ne kadar ve ne zaman olması gerektiğidir. Çalışmamızda detay seviyesi olarak ele aldığımız, bilançoların yayınlandığı 3-6-9 ve 12 ay dönemlerine karşılık gelen tarihlerdir.

Çalışmamızda yukarıda sayılan bu yöntemlerden amaca uygunluk ve uygulanabilirlikteki kolaylık nedeniyle “Basit ve İkili Hareketli Ortalamalar” Metodu seçilmiştir.

İ.M.K.B.’nin yayınlamış olduğu Akçimento ve Çanakkale Çimento Bilanço, gelir tabloları kullanılarak hazırlanmış Tablo XXIV’de 94 yılı Mart ayından 96 yılı Eylül ayının sonuna kadar olan tüm brüt satış rakamları işlenmiştir. Akçimento ve Çanakkale Çimento’nun Birleşme tarihinin 1 Ekim 1996 yılı olduğuna dikkat edecek olursak, bu demektir ki 96 yılı Eylül dönemi, birleşme öncesi

açıklanan son bilançolardır. Bu aynı zamanda 96 yılı bilançosunun Aralık dönemi için birleşme sonrası açıklanan ilk bilanço olduğu anlamına gelmektedir.

Aynı düşünce ile Tablo XXV’de 94 yılı Mart ayından, 96 yılı Eylül ayının sonuna kadar olan tüm Net Dönem Kârı ve Net Kâr / Ciro Oranları tablolatırılmıştır. Örnek olarak tabloda hesaplanan değerlere bakacak olursak;

Tablo XXIV’de Çanakkale Çimento’nun 94 yılı Mart ayında Brüt Satışı 397.681 Milyon TL, Tablo XXIII’de Çanakkale Çimento’nun 94 yılı Mart ayında Net Dönem Kârı (-147.185) Milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

$$\text{Net Kâr / Ciro} = (-147.185 / 397.681) = -0.37$$

94 yılı Mart ayında bu oran %-37 olarak gerçekleşmiştir. 95 yılı Haziran ayında Akçimento’nun Brüt satış ve net dönem kârına baktığımızda;

Tablo XXIV’den Akçimento’nun 95 yılı Haziran ayında Brüt Satışı 2.121.697 Milyon TL ve Tablo XXV’den Akçimento’nun 95 yılı Haziran ayında Net Dönem Kârı 78.260 Milyon TL olmuştur.

$$\text{Net Kâr / Ciro} = 78.260 / 2.121.697 = 0.037$$

95 yılı Haziran ayında bu oran %3.7 olarak gerçekleşmiştir. Bu tablolar oluşturulurken İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, bütün dönemler için bu hesaplamalar yapılmıştır.

Çalışmamızda; birleşme gerçekleştikten sonra 96 yılı Akçimento ve Çanakkale Çimento için Aralık ayının Brüt Satışları ve Net Dönem Kârı bulunmaması nedeniyle, bu değerlerin dönemler itibariyle ciroların hesaplanarak; 96 yılı Aralık dönemi tahmin edilecektir.

1994 yılı I. Dönem olarak tanımlanan değer Çanakkale Çimentonun 94 yılı Mart ayına karşılık gelen brüt satışlardır. II. Dönem 1994 yılı Haziran ayı hesaplanırken, 94 yılı Haziran ayındaki brüt satışlarından, 94 yılı Mart ayının brüt satışlarını çıkardığımızda o yıla ait Haziran ayı brüt satışını elde ederiz.

Çanakkale 94 Yılı Haziran Ayı Brüt Satışlar	= 1.499.636 Milyon TL
Çanakkale 94 Yılı Mart Ayı Brüt Satışlar	= 397.681 Milyon TL
Haziran Ayı Hesaplanan Dönemsel Ciro	= 1.499.636 - 397.681
	= 1.101.955 Milyon TL

Akçimento 95 yılı Eylül ayı dönemsel cirosunu hesaplamak için; Akçimento'nun 95 yılı Eylül ayına karşılık gelen brüt satış rakamından, 95 yılı Haziran ayı brüt satışları çıkarılır.

Akçimento 95 Yılı Eylül Ayı Brüt Satışlar	= 3.960.293 Milyon TL
Akçimento 95 Yılı Haziran Ayı Brüt Satışlar	= 2.121.697 Milyon TL
Eylül Ayı Hesaplanan Dönemsel Ciro	= 3.960.293 - 2.121.697
	= 1.838.596 Milyon TL

Dönemsel cirolar 94 yılından 96 yılına kadar her dönem için hesaplanarak tarafımızca Tablo XXVI oluşturulmuştur. Tablo XXVI'da yapılan bir başka hesaplama yöntemi de dönemsel ciroların yüzdesel olarak hesaplanmasıdır.

Akçimento 95 Yılı Eylül Ayı Hesaplanan Dönemsel Ciro	= 1.838.596 Milyon TL
95 Yılı Brüt Satışı	= 5.520.976 Milyon TL'dir.

$$\frac{\text{95 Yılı Eylül Ayında Hesaplanan Dönemsel Ciro}}{\text{95 Yılı Brüt Satışı}} = \frac{1.838.596}{5.520.976} = \%33.3$$

Hesaplanan değer, 95 yılı içerisinde Eylül döneminin satıştaki yüzde payıdır. Akçimento 95 yılında gerçekleştirdiği brüt satışının %33.3'ünü, Eylül ayında gerçekleştirmiştir.

Çanakkale 95 Yılı Eylül Ayı Hesaplanan Dönemsel Ciro	= 1.830.943 Milyon TL
95 Yılı Brüt Satışı	= 6.117.386 Milyon TL'dir.

$$\frac{\text{95 Yılı Eylül Ayında Hesaplanan Dönemsel Ciro}}{\text{95 Yılı Brüt Satışı}} = \frac{1.830.943}{6.117.386} = \%29.9$$

Çanakkale Çimento 95 yılında gerçekleştirdiği brüt satışının %29.9'unu, Eylül ayında gerçekleştirmiştir. Tablo XXVI'da hesaplanan yüzde değerleri de verilmiştir.

TABLO XXIV. AKÇİMENTO VE ÇANAKKALE ÇİMENTO (1994-1996) BRÜT SATIŞLARI

DÖNEMLER	BRÜT SATIŞLAR (MİLYON TL)											
	94/03	94/06	94/09	94/12	95/03	95/06	95/09	95/12	96/03	96/06	96/09	
CNKKL	397.681	1.499.636	2.360.333	3.352.450	1.089.336	2.428.739	4.259.682	6.117.386	1.507.263	4.060.863	6.775.227	
AKCİM	561.509	1.604.662	2.670.730	3.536.091	731.362	2.121.697	3.960.293	5.520.976	885.032	3.269.245	6.348.408	

Kaynak : İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

İÇİŞLERİ BAKANLIĞI
İSTATİSTİK GENEL MÜDÜRLÜĞÜ
SOSYAL EKONOMİK VERİLER BÖLÜMÜ
DURUM RAPORU MERKEZİ

TABLO XXV. AKÇİMENTO VE ÇANAKKALE ÇİMENTO (1994-1996) NET DÖNEM KÂRI

DÖNEMLER	NET DÖNEM KARI (MİLYON TL)											
	94/03	94/06	94/09	94/12	95/03	95/06	95/09	95/12	96/03	96/06	96/09	
CNKKL	-147.185	32.151	73.046	117.726	-109.921	13.992	61.964	30.466	-361.637	-307.658	-224.179	
AKCİM	2.340	205.238	351.284	442.416	-93.025	78.260	307.441	288.014	342.368	801.618	1.435.957	
Net Kâr/Ciro	-37,0%	2,1%	3,1%	3,5%	-10,1%	0,6%	1,5%	0,5%	-24,0%	-7,6%	-3,3%	
Net Kâr/Ciro	0,4%	12,8%	13,2%	12,5%	-12,7%	3,7%	7,8%	5,2%	38,7%	24,5%	22,6%	

Kaynak : İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

TABLO XXVI. AKÇİMENTO VE ÇANAKKALE ÇİMENTO (1994-1996) DÖNEMSEL CİRO RAKAMLARI

DÖNEMSEL CİRO												
DÖNEMLER	94/03	94/06	94/09	94/12	95/03	95/06	95/09	95/12	96/03	96/06	96/09	96/12
CNNKL	397.681	1.101.955	860.697	992.117	1.089.336	1.339.403	1.830.943	1.857.704	1.507.263	2.553.600	2.714.364	2.974.499
% Payı	11,9%	32,9%	25,7%	29,6%	17,8%	21,9%	29,9%	30,4%	15,5%	26,2%	27,8%	30,5%
AKCİM	561.509	1.043.153	1.066.068	865.361	731.362	1.390.335	1.838.596	1.560.683	885.032	2.384.213	3.079.163	1.819.288
% Payı	15,9%	29,5%	30,1%	24,5%	13,2%	25,2%	33,3%	28,3%	10,8%	29,2%	37,7%	22,3%

Kaynak : İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

TABLO XXVII. AKÇİMENTO VE ÇANAKKALE ÇİMENTO (96/12-97/12) B.SATIŞ TAHMİNLERİ

BRÜT SATIŞLAR (MİLYON TL)						
DÖNEMLER	92/12	93/12	94/12	95/12	96/12	97/12
CNNKL	717.909,00	1.203.004,00	3.352.450,00	6.117.386,00	9.749.726,31	18.620.529,91
AKCİM	983.946,00	1.883.067,00	3.536.091,00	5.520.976,00	8.167.695,62	13.289.659,30

Kaynak : İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

Birleşmenin yürürlüğe girdiği 1 Ekim 1996 tarihi, Akçimento ve Çanakkale Çimento'nun son bilançosunun Eylül ayında yayınlandığı anlamına gelir. Birleşme sonrası Akçansa'nın ilk bilançosunun yayınlandığı dönem ise Aralık 96 bilançosudur. Bu sebeple 96 yılı Aralık ayına ait Akçimento ve Çanakkale Çimento brüt satışları, net dönem kârları ve o döneme ait dönemsel ciroları bulunmamaktadır. Çalışmamızda amaç bu dönemi basit ve ikili hareketli ortalamalar metodunu kullanarak hesaplamaktır. Birleşme öncesinde tahmin yöntemiyle hesaplayacağımız değer ile Akçansa'nın açıklanan değeri arasında bir karşılaştırma yaparak birleşmenin rakamlara yansıyan başarısı gözlemlemek istenmektedir.

Dönemsel Cironun hesaplanmasını daha önce incelemiştik. Birleşmenin yapılmadığını kabul edecek olursak 96 yılı Aralık ayı brüt satışlarını, tahmin yöntemini kullanarak hesaplamamız gerekmektedir.

Çanakkale Çimento'nun 94 yılı Mart Dönemine ait ciroya baktığımızda, bu değer 94 yılı Aralık Ayı brüt satışına oranından elde ettiğimiz yüzde değeri ile, 95 yılı Mart Dönemi cirosunun 95 yılı Aralık ayı brüt satışına oranında elde edilen yüzde değerinin aritmetik ortalaması 96 yılı Mart Dönemi cirosunun yüzde oranını verir.

Çanakkale Çimento 96 yılı Mart dönemine ait dönemsel cironun tahmin yöntemiyle hesaplanması;

94 Yılı Mart Döneminde Hesaplanan Ciro = 397.681 Milyon TL

94 Yılı Brüt Satışları = 3.352.450 Milyon TL

94 Yılı Mart Dönemi Brüt Satış Payı = 397.681/3.352.450

= 0.1186 ≈ %11.9

95 Yılı Mart Döneminde Hesaplanan Ciro = 1.089.336 Milyon TL

95 Yılı Aralık Döneminde Brüt Satışları = 6.117.386 Milyon TL

94 Yılı Mart Dönemi Brüt Satış Payı = 1.089.336/6.117.386

= 0.178 ≈ %17.8

Hesaplanan değerler Tablo XXVIII'de verilmiştir. Tablo'da verilen diğer brüt satış paylarına ait yzdzeler aynı yzntemle, kendi dznemlerine ilişkin ciro ve brüt satışlarının oranından hesaplanabilir.

96 Yılı Mart Dznemi Tahmini Brüt Satış Payı ;

$$\frac{94 \text{ yılı Mart yzdzde oranı} + 95 \text{ yılı Mart yzdzde oranı}}{2} = \frac{11.9 + 17.8}{2} = \%14.8$$

$$96 \text{ yılı I.Dznem Ciro su} = 1.507.263 / 0.148 = \mathbf{10.160.315 \text{ Milyon TL}}$$

Çanakkale Çimento 96 yılı Haziran dznemine ait dznemsel cironun tahmin yzntemiyle hesaplanması;

$$94 \text{ Yılı Haziran Dzneminde Hesaplanan Ciro} = 1.101.955 \text{ Milyon TL}$$

$$94 \text{ Yılı Brüt Satışları} = 3.352.450 \text{ Milyon TL}$$

$$94 \text{ Yılı Haziran Dznemi Brüt Satış Payı} = 1.101.955 / 3.352.450 \\ = 0.3287 \approx \%32.9$$

$$95 \text{ Yılı Haziran Dzneminde Hesaplanan Ciro} = 1.339.403 \text{ Milyon TL}$$

$$95 \text{ Yılı Aralık Dzneminde Brüt Satışları} = 6.117.386 \text{ Milyon TL}$$

$$94 \text{ Yılı Haziran Dznemi Brüt Satış Payı} = 1.339.403 / 6.117.386 \\ = 0.2189 \approx \%21.9$$

96 Yılı Haziran Dznemi Tahmini Brüt Satış Payı ;

$$\frac{94 \text{ Yılı Haz. Yzdzde Oranı} + 95 \text{ yılı Haz. Yzdzde Oranı}}{2} = \frac{32.9 + 21.9}{2} = \%27.4$$

$$96 \text{ yılı II.Dznem Ciro su} = 2.553.600 / 0.274 = \mathbf{9.325.637 \text{ Milyon TL}}$$

Çanakkale Çimento 96 yılı Eylül Dönemine ait dönemsel cironun tahmin yöntemiyle hesaplanması;

94 Yılı Eylül Döneminde Hesaplanan Ciro = 860.697 Milyon TL

94 Yılı Brüt Satışları = 3.352.450 Milyon TL

94 Yılı Eylül Dönemi Brüt Satış Payı = 860.697 / 3.352.450
= 0.256 ≈ **%25.7**

95 Yılı Eylül Döneminde Hesaplanan Ciro = 1.830.943 Milyon TL

95 Yılı Aralık Döneminde Brüt Satışları = 6.117.386 Milyon TL

94 Yılı Eylül Dönemi Brüt Satış Payı = 1.830.943 / 6.117.386
= 0.299 = **%29.9**

96 yılı Eylül Dönemi Tahmini Brüt Satış Payı;

94 Yılı Eyl. Yüzde Oranı + 95 Yılı Eyl. Yüzde Oranı = $\frac{25.7}{2} + \frac{29.9}{2} = \%27.8$

96 yılı III.Dönem Ciro = 2.714.364 / 0.278 = **9.763.228 Milyon TL**

TABLO XXVIII. 96/ Aralık Dönemsel Ciro ve Brüt Satış Payının Hesaplanması

ÇANAKKALE				
DÖNEMLER	MART 96	HAZİRAN 96	EYLÜL 96	ARALIK96
DÖNEMSEL CİROLAR	10.160.315	9.325.637	9.763.228	9.749.726
BRÜT SATIŞ PAYI	14,8%	27,4%	27,8%	30,0%
AKÇİMENTO				
DÖNEMSEL CİROLAR	6.077.193	8.720.133	9.705.760	8.167.696
BRÜT SATIŞ PAYI	14,6%	27,3%	31,7%	26,4%

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

96 Yılı Aralık Ayı Tah.Ciro = 96 yılı Mart + Haziran +Eylül Dönemi Ciro

3

= **9.749.726 Milyon TL**

96 Yılı Aralık Ayı Tah.Ciro% = 94 +95 yılı Aralık ayı Dönemsel Ciro Yüzde Oranı

2

= **%30**

Aynı hesap yöntemi kullanılarak Akçimento'nun 96 yılı Mart, Haziran, Eylül, Aralık Dönemleri Cirosunu basit ve ikili hareketli ortalamalar yöntemiyle hesaplanmaktadır. Hesaplara ait değerler Tablo XXIX'da verilmiştir.

Çanakkale Çimento 96 yılı Ciro	=	9.749.726 Milyon TL
Akçimento 96 yılı Ciro	=	8.167.696 Milyon TL
İki şirketin Toplam Ciro	=	17.917.422 Milyon TL

TABLO XXIX. 96/12 Döneminin Net Dönem Kârının Hesaplanması

	YIL/ DÖNEM	92/12	93/12	94/12	95/12	96/12
ÇANAKKALE	NET DÖNEM KÂRI	39204	105518	117726	30466	?
	N.DÖN KÂRI/ B.SATIŞLAR	5,5%	8,8%	3,5%	0,5%	3,6%
AKÇİMENTO	NET DÖNEM KÂRI	87500	131034	442416	288014	?
	N.DÖN KÂRI/ B.SATIŞLAR	8,9%	7,0%	12,5%	5,2%	8,1%

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

96 yılı 12.ay net dönem kârının hesaplanabilmesi için 92-93-94-95 yılları Akçimento ve Çanakkale Çimento'nun İ.M.K.B verilerinden yararlanarak net dönem kârları ve brüt satışları Tablo XXIV ve XXV'de verilmiştir. Birleşme sonrası, 96 yılı 12 aylık bilançosu Akçansa olarak yayınlandığı için, net dönem kârını Akçimento ve Çanakkale Çimento olarak hesaplamak gerekmektedir.

96 yılı 12.ay net dönem kârını zaman serisini kullanarak hesaplama yoluna gidebiliriz, Net dönem kârı/ Brüt Satışlar = Σ dersek;

Çanakkale Çimento;

$$\Sigma = \frac{(1 \times 5.5\%) + (2 \times 8.8\%) + (3 \times 3.5\%) + (4 \times 0.5\%)}{(1+2+3+4)} = \frac{35.6}{10} = \%3.56 \approx \% 3.6$$

Akçimento;

$$\Sigma = \frac{(1 \times 8.9\%) + (2 \times 7.0\%) + (3 \times 12.5\%) + (4 \times 5.2\%)}{(1+2+3+4)} = \frac{81.2}{10} = \%8.12 \approx \% 8.1$$

Bu hesaplama sonrasında Çanakkale Çimento;

Net Dönem Kârı = %3.6

Brüt Satışları

Çanakkale Çimento 96 yılı Ciroosu = 9.749.726 Milyon TL

olmaktadır. Net dönem kârını hesaplamak için;

Net Dönem Kârı x Çanakkale Çimento 96 yılı Ciroosu = 0.036 x 9.749.726 = 346.411
Brüt Satışları

O halde Akçimento;

Net Dönem Kârı = %8.1

Brüt Satışları

Akçimento 96 yılı Ciroosu = 8.167.696 Milyon TL

olmaktadır. Net dönem kârını hesaplamak için;

Net Dönem Kârı x Akçimento 96 yılı Ciroosu = 0.081 x 8.167.696 = 663.307
Brüt Satışları

96 Yılı Net Dönem Kârları;

Çanakkale Çimento 96 yılı Kârı = 9.749.726 x 0.36 = 346.411 Milyon TL

Akçimento 96 yılı Kârı = 8.167.696 x 0.81 = 663.307 Milyon TL

Toplam Kâr = 1.009.718 Milyon TL

Çanakkale Çimento 96 yılının 12.ay dönemsel ciroosu ise;

Çanakkale Çimento 96/12 Ciroosu = 9.749.726 Milyon TL

Çanakkale Çimento 96/09 Ciroosu = 6.775.227 Milyon TL

Çnkkl 96/12 - Çnkkl 96/09 = 2.974.499 Milyon TL

Çnkkl Çmt 96/12 Dönemi Ciroosu = 2.974.499 Milyon TL

Akçimento 96 Yılıın 12. Ay Dönemsel Cirou ;

Akçimento 96/12 Cirou	=	8.167.696 Milyon TL
Akçimento 96/09 Cirou	=	6.348.408 Milyon TL
Akçmt 96/12 - Akçmt96/09	=	1.819.288 Milyon TL
Akçmt Çmt 96/12 Dönemi Cirou	=	1.819.288 Milyon TL

Çanakkale Çimento'nun 96/12 Döneminin 96 Yılı İçindeki Brüt Satış Payı;

Çnkkl Çmt 96 yılı Cirou	=	9.749.726 Milyon TL
Çnkkl Çmt 96/12 Dönemi Cirou	=	2.974.499 Milyon TL
Çnkkl 96/12 Brüt Satış Payı	=	$\frac{2.974.499}{9.749.726} = \%30.5$

Akçimento'nun 96/12 döneminin 96 yılı içindeki brüt satış payı ise;

Ak Çmt 96 yılı Cirou	=	8.167.696 Milyon TL
Ak Çmt 96/12 Dönemi Cirou	=	1.819.288 Milyon TL
Ak 96/12 Brüt Satış Payı	=	$\frac{1.819.288}{8.167.696} = \%22.3$

96 yılı itibariyle birleşmenin yapılmadığını varsaydığımızda elde ettiğimiz değerler;

Çanakkale Çimento 96 yılı Cirou	=	9.749.726 Milyon TL
Akçimento 96 yılı Cirou	=	8.167.696 Milyon TL
İki şirketin Toplam Cirou	=	17.917.422 Milyon TL

96 Yılı Net Dönem Kârları;

Çanakkale Çimento 96 yılı Kârı	=	$9.749.726 \times 0.36 = 346.411$ Milyon TL
Akçimento 96 yılı Kârı	=	$8.167.696 \times 0.81 = 663.307$ Milyon TL
Toplam Kâr	=	1.009.718 Milyon TL

1 Ekim 96 tarihi itibariyle yapılan birleşme sonucunda 96/12 dönemine ait Akçansa'nın İ.M.K.B. tarafından açıklanan net kâr ve cirosu;

AKÇANSA 96/12 Ciro = **18.034.378 Milyon TL**

AKÇANSA 96/12 Net Dönem Kârları = **2.075.590 Milyon TL**

olarak gerçekleşmiştir. Bu durumda;

Ciro Farkı

Birleşme Sonrası - Birleşme Öncesi = 18.034.378-17.917.422 = **116.956 Milyon TL**

Net Dönem Kârı Farkı

Birleşme Sonrası - Birleşme Öncesi = 2.075.590-1.009.718 = **1.065.872 Milyon TL**

Birleşmenin Gerçekleşmemesi Durumunda;

Net Dönem Kârı = $\frac{1.009.718}{17.917.422}$ = **% 5.6**

Brüt Satışı 17.917.422

Birleşmenin Gerçekleşme Sonrası Akçansa ;

Net Dönem Kârı = $\frac{2.075.590}{18.034.378}$ = **% 11.5**

Brüt Satışı 18.034.378

Birleşme 96 yılı 12 ay, birleşme sonrası yayınlanan ilk bilanço'ya göre Çanakkale ve Akçimento açısından olumlu bir etki yapmıştır. Ancak bu etkinin, 97 yılı 3 ve 6 ayında da devam edip etmediği bilinmemektedir.

Bu nedenle birleşmenin 97 yılı 3 ve 6 ayları için net kâr ve ciro tahminleri yapılarak, açıklanan Akçansa verileri ile karşılaştırılacak, sonuçları irdelenerek sinerjinin açığa çıkıp çıkmadığının kontrolü yapılacaktır.

Bu sebeple Tablo XXX'da görüldüğü üzere 92 yılı itibariyle 95 yılına kadar İ.M.K.B.'nin verileri kullanılmış ve 96 yılı için tahmin yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.

Öncelikle 97 yılı brüt satışlarını tahmin edebilmek için, önceki yılların brüt satışlarını incelemek ve yıllara göre yüzde değişimlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Tablo XXX'da yıllara göre brüt satışların yüzde değişimleri verilmiştir. Yüzde değerleri Tablo XXVII'den yararlanarak hazırlanmıştır.

TABLO XXX. Yıllara Göre Brüt Satışlarının Yüzde Değişimleri

DÖNEMLER	93/12	94/12	95/12	96/12	97/12
CNKKL	67,6%	178,7%	82,5%	59,4%	91,0%
AKCIM	91,4%	87,8%	56,1%	47,9%	62,7%

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

Yıllara göre Çanakkale Çimento'nun yüzde değişimlerini Tablo XXIV'den hesaplırsak;

$$\begin{aligned}
 \text{93 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{93/12 \text{ B. Satışı} - 92/12 \text{ B. Satışı}}{92/12 \text{ B. Satış}} \\
 &= \frac{1.203.004 - 717.909}{717.909} \\
 &= \%67,57 \approx \%67,6
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{94 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{94/12 \text{ B. Satışı} - 93/12 \text{ B. Satışı}}{93/12 \text{ B. Satış}} \\
 &= \frac{3.352.450 - 1.203.004}{1.203.004} \\
 &= \%178,67 \approx \%178,7
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{95 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{95/12 \text{ B. Satışı} - 94/12 \text{ B. Satışı}}{94/12 \text{ B. Satış}} \\
 &= \frac{6.117.386 - 3.352.450}{3.352.450} \\
 &= \%82,47 \approx \%82,5
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{96 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{96/12 \text{ B. Satışı} - 95/12 \text{ B. Satışı}}{95/12 \text{ B. Satış}} \\
 &= \frac{9.749.726 - 6.117.386}{6.117.386} \\
 &= \%59,37 \approx \%59,4
 \end{aligned}$$

Çanakkale Çimento 97 Yılı Yıro Değişim Yüzdesinin Zaman Serisi İle Hesaplanması;

$$\Sigma = \frac{(1 \times 67.6\%) + (2 \times 178.7\%) + (3 \times 82.5\%) + (4 \times 59.4\%)}{(1+2+3+4)} = \frac{910.1}{10} = \%91$$

$$\mathbf{97 \text{ Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} = \%91}$$

Yıllar itibariyle 92 yılından 97 yılına kadar olan değişim gözönüne alınarak Çanakkale Çimento ciro değişim yüzdesi hesaplanmıştır. 96 yılı Çanakkale Çimento brüt satışını 9.749.726 Milyon TL olarak daha önce bulunmuştu. O halde 97 yılına ait Brüt satışını hesaplırsak;

$$\begin{aligned} \mathbf{97 \text{ Yılı Tah. B. Satışları}} &= 96 \text{ Yılı B. Satışları} \times (1 + 97 \text{ Yılı Ciro Değişim Yüzdesi}) \\ &= 9.749.726 \times (1 + 0.91) \\ &= \mathbf{18.621.976 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

Yıllara göre Akçimento' nun yüzde değişimlerini de Tablo XXVIII' den hesaplırsak;

$$\begin{aligned} \mathbf{93 \text{ Yılı Ciro Değişim Yüzdesi}} &= \frac{93/12 \text{ B. Satışı} - 92/12 \text{ B. Satışı}}{92/12 \text{ B. Satış}} \\ &= \frac{1.883.067 - 983.946}{983.946} \\ &= \% 91.37 \approx \mathbf{\% 91.4} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{94 \text{ Yılı Ciro Değişim Yüzdesi}} &= \frac{94/12 \text{ B. Satışı} - 93/12 \text{ B. Satışı}}{93/12 \text{ B. Satış}} \\ &= \frac{3.536.091 - 1.883.067}{1.883.067} \\ &= \% 87.78 \approx \mathbf{\% 87.8} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{95 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{\text{95/12 B. Satışı} - \text{94/12 B. Satışı}}{\text{94/12 B. Satış}} \\
&= \frac{5.520.976 - 3.536.091}{3.536.091} \\
&= \% 56.13 \approx \% \mathbf{56.1}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\text{96 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi} &= \frac{\text{96/12 B. Satışı} - \text{95/12 B. Satışı}}{\text{95/12 B. Satış}} \\
&= \frac{8.167.695 - 5.520.976}{5.520.976} \\
&= \%47.93 \approx \% \mathbf{47.9}
\end{aligned}$$

Akçimento 97 yılı ciro değişim yüzdesinin zaman serisi ile hesaplanması;

$$\begin{aligned}
\Sigma &= \frac{(1 \times 91.4\%) + (2 \times 87.8\%) + (3 \times 56.1\%) + (4 \times 47.9\%)}{(1+2+3+4)} = \frac{626.9}{10} = \%62.7
\end{aligned}$$

$$\mathbf{97 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi = \% 62.7}$$

$$\begin{aligned}
\text{97 Yılı Tah. B. Satışları} &= \text{96 Yılı B. Satışları} \times (1 + \text{97 Yılı Ciro Değişim Yüzdesi}) \\
&= 8.167.696 \times (1 + 0.627) \\
&= \mathbf{13.288.841}
\end{aligned}$$

97 yılı Çanakkale ve Akçimento 97 yılı tahmini satışları hesaplanmıştır. Ancak bu değerlerin dönemselleştirilmesi gereklidir. Bu sebeple ciroların 94, 95 ve 96 yılları ve 03,06,09,12 aylık dönemler için ortalama değerleri hesaplayarak, o döneme karşılık gelen brüt satışlar Tablo XXIV'den yararlanarak hesaplanacaktır.

Çanakkale Çimento I. Dönem Ciro Yüzdesi ;

$$\frac{94/03 + 95/03 + 96/03}{3} = \frac{11.9 + 17.8 + 15.5}{3} = \% 15.06$$



Çanakkale Çimento II. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/06 + 95/06 + 96/06}{3} = \frac{32.9 + 21.9 + 26.2}{3} = \% 27$$

Çanakkale Çimento III. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/09 + 95/09 + 96/09}{3} = \frac{25.7 + 29.9 + 27.8}{3} = \% 27.8$$

Çanakkale Çimento IV. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/12 + 95/12 + 96/12}{3} = \frac{29.6 + 30.4 + 30.5}{3} = \% 30.2$$

Dönemlere ait ciro yüzdelerini belirlediğimize göre 97 yılı tahmini brüt satışlarının dönemlere göre dağılımını yapabiliriz.

Çnkkl Çmt I. Dönem Ciro = 97 Yılı Tah. Ciro x I. Dönemsel Ciro Yüzdesi
 = 18.621.976 x %15.06
 = **2.804.470 Milyon TL**

Çnkkl Çmt II. Dönem Ciro = 97 Yılı Tah. Ciro x II. Dönemsel Ciro Yüzdesi
 = 18.621.976 x %27
 = **5.027.934 Milyon TL**

Çnkkl Çmt III. Dönem Ciro = 97 Yılı Tah. Ciro x III. Dönemsel Ciro Yüzdesi
 = 18.621.976 x %27.8
 = **5.176.910 Milyon TL**

Çnkkl Çmt IV. Dönem Ciro = 97 Yılı Tah. Ciro x IV. Dönemsel Ciro Yüzdesi
 = 18.621.976 x %30.2
 = **5.623.837 Milyon TL**

**TABLO XXXI. Birleşmenin Gerçekleşmediği Varsayımı Halinde
97 Yılı Dönemlere Ait Tahmini Brüt Satışlar**

Dönemler	97/03	97/06	97/09	97/12
CNKKL	2.804.470	5.027.934	5.176.910	5.623.837
AKCIM	1.767.525	3.721.105	4.478.615	3.322.415
T. CİRO	4.571.995	13.321.034	22.976.559	31.922.811

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

Akçimento I. Dönem Ciro Yüzdesi ;

$$\frac{94/03 + 95/03 + 96/03}{3} = \frac{15.9 + 13.2 + 10.8}{3} = \% 13.3$$

Akçimento Çimento II. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/06 + 95/06 + 96/06}{3} = \frac{29.5 + 25.2 + 29.2}{3} = \% 28$$

Akçimento Çimento III. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/09 + 95/09 + 96/09}{3} = \frac{30.1 + 33.3 + 37.7}{3} = \% 33.7$$

Akçimento Çimento IV. Dönem Ciro Yüzdesi;

$$\frac{94/12 + 95/12 + 96/12}{3} = \frac{24.5 + 28.3 + 22.3}{3} = \% 25$$

Dönemlere ait ciro yüzdelerini belirlediğimize göre 97 yılı tahmini brüt satışlarının dönemlere göre dağılımını yapabiliriz.

$$\begin{aligned} \text{Akçmt I. Dönem Ciro} &= 97 \text{ Yılı Tah. Ciro} \times \text{I. Dönemsel Ciro Yüzdesi} \\ &= 13.289.659 \times \%13.3 \\ &= \mathbf{1.767.525 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{AkÇmt II. Dönem Ciro} &= 97 \text{ Yılı Tah. Ciro} \times \text{II. Dönemsel Ciro Yüzdesi} \\ &= 13.289.659 \times \%28 \\ &= \mathbf{3.721.105 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{AkÇmt III. Dönem Ciro} &= 97 \text{ Yılı Tah. Ciro} \times \text{III. Dönemsel Ciro Yüzdesi} \\ &= 13.289.659 \times \%33.7 \\ &= \mathbf{4.478.615 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{AkÇmt IV. Dönem Ciro} &= 97 \text{ Yılı Tah. Ciro} \times \text{IV. Dönemsel Ciro Yüzdesi} \\ &= 13.289.659 \times \%25 \\ &= \mathbf{3.322.415 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

Bu değerler Tablo XXXI'de verilmiştir. Tabloyu incelediğimizde birleşmenin yapılmadığını varsayarak yapılan hesaplar sonucunda dönemlere ait cirolar belirlenmiştir. Bu değerleri Akçansa'nın açıklanan ciroları ile karşılaştırırsak; bu durumda yapılan ciro tahminleri ile Akçansa'nın açıklanan ciroları karşılaştırıldığında, satışlarda bu rakamların birbirine oldukça yakın olduğu Tablo XXXII'de görülmektedir. Ancak ilerleyen dönemlerde satışların grafiği takip edilmelidir.

TABLO XXXII. Akçansa İle Birleşmenin Yapılmaması Durumunda Toplam Cirolarının Karşılaştırılması

DÖNEMLER	97/03	97/06	97/09	97/12
CNKKL	2.804.470	5.027.934	5.176.910	5.623.837
AKCIM	1.767.525	3.721.105	4.478.615	3.322.415
TOP. CİRO	4.571.995	13.321.034	22.976.559	31.922.811
AKÇANSA	5.188.356	13.745.253	23.451.298	35.011.242

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

Birleşme olmadığı varsayıldığı durumda, ciroların tahmin yöntemi ile hesaplanmasından sonra, aynı hesaplama yöntemini net kârın hesaplanmasında da uygulanması gerekir. Bu sebeple net kâr /ciro oranlarının 94, 95 ve 96 yılları ve

03,06,09,12 aylık dönemler için ortalama değerleri hesaplanarak, o döneme karşılık gelen net kâr bulunacaktır. Yüzde değerleri Tablo XXVI'dan alınmıştır.

Çanakkale Çimento, dönemlere ait net kâr / ciro değişim yüzdesi;

Çanakkale Çimento I. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/03 + 95/03 + 96/03}{3} = \frac{(-37) + (-10.1) + (-24)}{3} = \% -23.7$$

Çanakkale Çimento II. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/06 + 95/06 + 96/06}{3} = \frac{2.1 + 0.6 + (-7.6)}{3} = \% -1.6$$

Çanakkale Çimento III. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/09 + 95/09 + 96/09}{3} = \frac{3.1 + 1.5 + (-3.3)}{3} = \% 0.4$$

Dönemlere ait net kâr / ciro yüzdelerini belirlediğimize göre 97 yılı dönemlere ait ciroları kullanarak her dönemin net kârını hesaplayabiliriz.

$$\begin{aligned} \text{ÇnkkI I Dön. Net Kârı} &= 97 \text{ Yıl Tah I. Dön. Ciro} \times \text{I. Dön. Net Kâr/ Ciro} \\ &= 2.804.470 \times \%(-23.7) \\ &= - 664.660 \text{ Milyon TL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ÇnkkI II Dön.Net Kârı} &= (97 \text{ Yıl Tah I. Dön.+ II. Dön. Ciro}) \times \text{II.Dön.Net Kâr/ Ciro} \\ &= (2.804.470 + 5.027.934) \times \%(-1.6) \\ &= - 125.318 \text{ Milyon TL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ÇnkkI III Dön.Net Kârı} &= (97 \text{ Yıl Tah I+II+III Dön. Ciro}) \times \text{III.Dön.Net Kâr/ Ciro} \\ &= (2.804.470 + 5.027.934+5.176.910) \times \%0.4 \\ &= 52.037 \text{ Milyon TL} \end{aligned}$$

Akçimento, dönemlere ait net kâr / ciro değişim yüzdesi;

Akçimento I. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/03 + 95/03 + 96/03}{3} = \frac{0.4 + (-12.7) + 38.7}{3} = \% 8.8$$

Akçimento II. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/06 + 95/06 + 96/06}{3} = \frac{12.8 + 3.7 + 24.5}{3} = \%13.7$$

Akçimento III. Dönem Net Kâr / Ciro Değişim Yüzdesi;

$$\frac{94/09 + 95/09 + 96/09}{3} = \frac{13.2 + 7.8 + 22.6}{3} = \% 14.5$$

Dönemlere ait net kâr / ciro yüzdelerini belirlediğimize göre 97 yılı dönemlere ait ciroları kullanarak her dönemin net kârını hesaplayabiliriz.

$$\begin{aligned} \text{Akçmt I Dön. Net Kârı} &= 97 \text{ Yıl Tah I. Dön. Ciro} \times \text{I. Dön. Net Kâr/ Ciro} \\ &= 1.767.525 \times \%8.8 \\ &= \mathbf{155.542 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Akçm.II Dön.Net Kârı} &= (97 \text{ Yıl Tah I. Dön.+ II. Dön. Ciro}) \times \text{II.Dön.Net Kâr/ Ciro} \\ &= (1.767.525 + 3.721.105) \times \%13.7 \\ &= \mathbf{751.942 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Akçmt III Dön.Net Kârı} &= (97 \text{ Yıl Tah I+II+III Dön. Ciro}) \times \text{III.Dön.Net Kâr/ Ciro} \\ &= (1.767.525 + 3.721.105 + 4.478.615) \times \%14.5 \\ &= \mathbf{1.445.250 \text{ Milyon TL}} \end{aligned}$$

olarak hesaplanır. Birleşmenin yapılmadığı varsayımı ile hareket edersek, bu durumda iki firmanın kârları toplamı ile Akçansa olarak açıklanan net kârları karşılaştırdığımızda sinerjinin burada açığa çıkması gerekir.

TABLO XXXIII. Akçansa İle Birleşmenin Yapılmaması Durumunda Toplam Net Kârlarının Karşılaştırılması

DÖNEMLER	3	6	9
CNKKL	- 664.660	- 125.318	52.037
AKCIM	155.542	751.942	1.445.250
TOP.NET.KÂR	-509.118	626.624	1.497.287
AKÇANSA	245.135	2.202.468	3.425.670

Kaynak: İ.M.K.B. verilerinden yararlanarak, tarafımızdan hazırlanmıştır.

Tablo XXXIII'de görüldüğü üzere Akçansa, net dönem kârlarına bakıldığında her geçen dönemin diğerine göre daha başarılı olduğu görülmektedir. Sinerjinin kısa tanımında bahsedilen $2+2 = 5$ eşitliğinin, bu birleşmede açığa çıktığını şu şekilde söyleyebiliriz. Akçimento ve Çanakkale Çimento şirketlerinden ayrı olarak, yani birleşmenin yapılmadığı varsayıldığında; iki şirketin net dönem kârı, birleşme sonrası değerini özellikle 97/06 döneminde 1/4 oranlarına gelmektedir. Bu sebeple bu birleşme açısından başarılı bir birleşme örneği denilebilir.

Bu birleşme örneğinde özellikle Çanakkale gibi duran varlıkları çok olan büyük firmanın, İ.M.K.B verilerinde görüldüğü üzere devamlı zararda olduğu görülmektedir. Ancak bu firmanın yatırımlarının çokluğu ile ilgilidir. Özellikle Çanakkale' de sahip oldukları liman, ihracatın deniz yoluyla yapılması halinde çok büyük avantajlar sağlamaktadır.

Birleşme sonrası firmaların finansman giderlerinde büyük bir azalma görülmüştür. Bu tip yatay birleşmelerde, aynı faaliyette bulunan iki işletme için birleşme tercih edilen bir yoldur.

Sabancı Grubu da bu birleşme ile güçlü bir yabancı ortak kazanmış ve Akçimento'yu daha ileriye taşımıştır.

SONUÇLAR

Gelişen dünyaya ayak uydurma çabasında bulunan şirketlerde istikrarlı bir büyüme hedeflenmektedir. Şirketlerin büyümeleri mikro açıdan kendilerine çeşitli avantajlar sağladığı gibi, makro açıdan işletmelerin faaliyetlerini sürdürdükleri ülkenin ekonomisine, kaynakların daha etkin kullanımı ve refah düzeyinin yükseltilmesi bakımından çeşitli faydalar sağlamaktadır.

Şirket büyümeye yönelik bir karar aldığı anda, bu kararını uygulamak için iki yol izleyebilir. Şirket bünyesinde, mevcut durumunu iyileştirme çabası içine girerek, pazara hakim olma ve mamulü geliştirme, bir diğer yol başka bir şirketin tamamını ya da bir bölümünü ele geçirerek veya denetim altına alarak büyüme olmaktadır.

Çalışmamızda dışsal büyüme stratejilerinden, şirket birleşmeleri ele alınarak, birleşmenin şirkete getirdiği faydanın ölçülmesine çalışılmıştır. Birleşmeyi katılma ya da satın alma yoluyla gerçekleştirmeyi planlayan bir şirket öncelikle çalışma alanını tespit etmek durumundadır. Bu aynı zamanda birleşmenin yatay, dikey ya da karma bir birleşme olacağı konusuna bir açıklama getirmektedir. Birleşme çeşitleri birbirlerine göre avantaj ve dezavantajları bulunduğu andan seçim yapılırken dikkatli olmak gereklidir. Dünya’da birleşme örneklerine bakıldığında yatay birleşmelerin, şirketler açısından daha fazla tercih edildiği gözlenmektedir.

Birleşme kararını veren şirket, eşini seçme yönünde arayışa girmektedir. Ancak şirketin birleşmeden beklentilerini öncelikle ortaya koyması gerekmektedir. Çünkü bu birleşme; yönetimi etkinleştirmek, finansal durumu iyileştirmek, yeni pazarlara girmek ya da ölçek ekonomilerinden faydalanmak amaçlı yapılabilir. Bu nedenle birleşme nedeni, eşin seçiminde büyük rol oynar.

Birleşme için uygun ve çeşitli alternatifler bulunabilir. Bu durumda uzun bir süreç gerektiren, karşılıklı birleşme görüşmeleri yapılmalıdır. Bu görüşmeler şirketlerin karşılıklı olarak birleşmeden ne beledikleri açısından önemlidir. Bu görüşmeler sürerken, şirketlerin finansal değerlendirme açısından, geçmiş dönem performanslarının analiz edilmesi gereklidir. Ancak şirket değerlendirme de çeşitli

sınırlamalar sözkonusudur. Bu nedenle değerlendirme metodunun belirlenmesi gereklidir. Birleşme görüşmelerinin değerlendirilmesinde iki şirketin hisse başına pazar fiyatları hesaplanarak, birleşme sonrası pazar fiyatının belirlenmesine çalışılmaktadır. Fiyatların belirlenmesinde fiyat kazanç oranı, temettü modeli ya da iskonto edilmiş nakit akımları modeli kullanılabilir.

Birleşme görüşmeleri tamamlandıktan sonra, seçilen doğru eş o şirketi önceki konumundan daha iyi yerlere taşıyabilir, değerini artırabilir. Birleşmenin başarısı, birleşen şirketlerin aynı ortak hedefleri paylaşmasına, karşılıklı anlayışa ve denk kuvvetler olmasına, yetki ve sorumluluklarının iyi belirlenmesine bağlıdır.

Birleşme kararının ardından, bir başka açıklık getirilmesi gereken konu, birleşmenin finansmanının nasıl karşılanacağıdır. Görüşmeler sırasında, bedelin nakden, tahvil veya pay senedi değiştirerek ya da kredi ile ödemesinin yapılması hususu kesinlik kazanmaktadır. Birleşmenin finansmanı genel olarak pay senedi değişimi yoluyla karşılanmaktadır. Bu sebeple çalışmamızda pay senedi değişimi ve fiyat kazanç oranları ile ilgili çeşitli birleşme örnekleri incelenmiş, uygun birleşme şartlarını sağlayacak alternatifler üzerinde çalışılarak, birleşmek üzere bir araya gelen tarafların kabul edebileceği anlaşma şartları hesaplanmıştır.

Birleşmenin finansal anlaşma şartları sağlandıktan sonra, yeni şirketin hukuk, vergi ve muhasebe açısından düzenlemelerin yapılması kanunlar (T.T.K ve K.V.K) uyarınca zorunludur. Çalışmamızda birleşen şirketlerin muhasebe kayıtlarına yer verilmiştir.

Dünya’da ve Türkiye’de şirket birleşmeleri, yoğun rekabetin yaşandığı sektörlerde karşımıza sıklıkla çıkmaktadır. Türkiye’de büyük şirket birleşmelerinden, ilk olarak sigorta sektöründen Nordstern-İmtaş Sigorta birleşmesine yer verilmiştir. Sigorta sektöründe yer alan firma sayısının çokluğu birçok sigorta şirketinin aynı yola girmesine neden olacaktır. Rekabet edebilme koşulu, pazar payını artırabilme ve daha iyi hizmet anlayışına bağlıdır. Son yıllarda sigorta kavramı daha iyi anlaşılmiş ve sağlık, kaza, yangın, hırsızlık v.b. sigorta alanlarında yapılan harcamanın bir lüks değilde ihtiyaç olduğu fikri benimsenmiştir. Dolayısıyla bu sektörün gelişimide her geçen gün artış göstermektedir.

Tüm dünyada teknolojik gelişme ve hızlı sanayileşmeye bağlı olarak enerji tüketimi hızla artmaktadır. Buna bağlı olarak ülkelerin kişi başına düşen enerji miktarı, gelişmişliğin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Hızla artan enerji ihtiyacı tüm ülkeleri yeni enerji kaynakları bulmak konusunda harekete geçirirken, en büyük korkuyu tükenen enerji kaynakları oluşturmaktadır. Bu tükenen enerji kaynaklarından en önemlisi ise petroldür. Nüfusun artışına bağlı olarak çeşitli alanlarda kullanılan petrol ürünlerinin tüketiminin, dolayısıyla bu pazarda rekabetin de her yıl giderek artmakta olduğu söylemek yanlış olmayacaktır. Sektörde diğer firmalar ile rekabeti kolaylaştırmak için BP ve Mobil firmaları birleşme yoluna gitmişlerdir. Birleşme sonrası Türkiye’de Petrol Ofisinden sonra %23 pazar payı ile ikinci sırada yer almıştır.

Son olarak, taş ve toprağa dayalı sanayide yer alan çimento sektörü ele alınmıştır. Türkiye’de 1 Ekim 1996 tarihi itibariyle varlığı sona eren Akçimento ve Çanakkale Çimento, birleşme sonrası Akçansa olarak ilan edilmiştir. Birleşme öncesi sektör içerisindeki mevcut durum incelenmiş, yapılan görüşmelere ve yayınlara yer verilmiştir. Uygulamada birleşme sonrası finansal analizine yer verilmiş, basit ve hareketli ortalamalar yöntemi kullanılarak birleşmenin sinerji etkisi ölçülmek istenmiştir. Çalışmamızın sonucunda birleşmenin yapılmadığı varsayımı ile şirketlerin 97 yılı itibariyle tahmin ettiğimiz net kârları ile birleşme sonrası Akçansa’nın net kârını karşılaştırdığımızda dönemlere göre misli değerlere ulaşılmıştır. Birleşme sonrası işletmede, kısa dönemde sinerji etkisi kendini göstermiş ve net kârlarda büyük artışlar yaşanmıştır. Birleşmenin sağladığı ölçek ekonomilerinden faydalanma yoluyla da birleşen şirketin finansman giderleri azalmış dolayısıyla net kârda artışı sağlamıştır. Akçimento ve Çanakkale Çimento’nun sahip olduğu varlıklar, birleşme sonrası Akçansa’yı Türkiye’nin en büyük tesisleri ve limanı ile bir numaraya taşımıştır.

Tarafların Birleşme öncesi yapmış oldukları sağlıklı görüşmeler, aynı ortak hedeflerin seçimi, karşılıklı anlayış birleşmede başarıyı getirmiştir. Akçansa için önümüzdeki yıllar, sektör içerisinde her geçen gün artan bir grafik sergileyeceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

KAYNAKLAR

- Akgüç Öztin, Finansal Yönetim 6. Bası, İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü, Yayın No: 56, 1994.
- Altuğ Osman, Ayboğa Hanifi Örneklerle Uygulamalı Şirket Kuruluşları, Evrim Yayınevi, İstanbul 1996.
- Auerbach, A.J. and Reishus D. Taxes and Mergers Decision Cambridge, MA. March 1986.
- Aydın Nurhan İşletme Birleşmelerinde Finansal Analiz ve Bir uygulama örneği, Ticaret Sanayi Deniz Ticaret Oda ve Ticaret Borsaları Birliği, Ankara, 1990.
- Brealey R.A. and Myers S.C Principles of Corporate Finance, 4 Edition, USA. Mc. Graw- Hill, 1991.
- Cohen B., Robbins Sidney M., Young Allan E. The Financial Manager Chapter 20 Mergers and Acquisitions, Publishing Horizons, Inc. 1986.
- Copeland T., Koller T. and Murrin J. Valuation : Measuring and Managing The and Value of Companies Mc. Kinsey Co. Inc. USA John Wiley & Sons 1990.
- Copeland T.E., Weston J.F. Financial Theory and Corporate Policy 3. Edition, New York Addison- Wesley, 1988.
- Gökçe Deniz, Para Finans Ansiklopedisi, Cilt 2, İstanbul: Creative Yayıncılık, 1996.
- Earl Peter and Fisher Frederick G. International Mergers & Acquisitions, Published by Euromoney Publications, 3 edition 1988.
- Eren E. İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim, İşletme Fakültesi Yayın No:234, İstanbul ,1990.
- Ertuna İbrahim Özer Enflasyon Düzeltmesi Mali Tablo Analizi İstanbul Gözlem Matbaacılık Koll.Şt.,1980.

- Franks Julion R. and
Corporate Financial Management,
Westmead:Grawer Scholefield Harry H.
Press,Takefield Ltd.1977.
- Gönenli Atilla
İşletmelerde Finansal Yönetim, İşletme
Fakültesi Yayın No:250, İstanbul 1991, 7Bası
- Hanke J.E., Reitsch A.G.,
Business Forecasting, Boston: Allyn- Bacon, 4.b.,
1992.
- Hatipoğlu Zeyyat
İşletme Finansı İstanbul.Temel Araştırma
Yayınları No:6,1986.
- H.H.Lyncia,
Financial Performance of Conglomerates, Boston:
Yayın yeri belirtilmemiş ,1971.
- Johnson Robert and
Melicher Ronald,
Financial Management, Boston, Allyn and
Bucon Inc.
- Karacan Ali İhsan,
Sigortacılık ve Sigorta Şirketleri, İstanbul:
Bağlam Yayıncılık, 1994.
- Kasabalı Nergis
Türkish Cement, İndüstri Bulletin July 1995,Ata
Securities Inc.
- Lévy H. and Sarnat M.
Capital Investment and Financial Decisions
4.Edition, Cambridge, Prentice- Hall Ltd. 1990.
- Mumcu Alev,
Derecelendirme (Rating) ve Çimento
Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler İçin Bir
Derecelendirme denemesi, Yüksek Lisans
Tezi, İstanbul Üniversitesi,1997.
- Netherton D.N.D.,
Reynolds J.R.,
Hodson D.H.
Mergers and Acquisitions The Complete Guide
to Principles and Practice”Gee & Co.Ltd.
London 1986,B9/1.
- Ott Mack and
Santoni G.J
Advances in Business Financial Management A
Collection of Readings Edited by Philip L.
Cooley - Trinity Un., The Dreyden Press, 1990
Mergers and Takeovers - The value of Predators
Information

- Ören Resmigül Çok uluslu Şirketlerin Finansal Yönden Değerlendirilmesi, M.Ü Bankacılık ve Sigortacılık Enst., Bankacılık Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1993
- Özgüvemli Oktay İşletmelerde Finans Yönetimi, Marmara Üniversitesi Yayınları, İstanbul 1984
- Pahizgarı A.M. and De Boyrie Maria E., Return to shareholders of US targeted companies acquired by foreign corporations, Applied Financial Economics, 1995, Florida International University, Miami
- Ross S.A, Westerfield R.W. D., Irwin Inc. and Jaffe J.F Corporate Finance, 2 Edition, USA Richard 1990.
- Sarıkamış Cevat Yeniden Yapılanma Döneminde Şirket Değerleme Seminer Notları.
- Scharf Charles A. Handbook Acquisition, Mergers, Sales and Takeovers A with forms, London, Prentice-Hall Inc. 1971.
- Sherman L.Lewis Evaluating Corporate Investments and Financing Opportunities Greenwood Press, Inc. 1986.
- Stacey Nicholas A.H. Mergers In Modern Business, London, Hutchinson and Co Ltd 1970.
- Stallworthy EA. Kharbanda D.P., Valuation of Listed Companies, 1988.
- Ünlü Murat "Şirket Birleşmeleri ve Finansal Analizi" İ.Ü.Sosyal Bilimler Enst.Finans Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi İstanbul, 1996.
- Wheelwright S.C., Forecasting Methods for Management, New York: John S. Makridakis Wiley and Sons, 3.b., 1980.
- Weston J.F, Brigham E.F. Essentials of Managerial Finance 10 Edition, USA, The Dreyden Press 1993.

- Weston Fred, Chung Kwang S.
Hoag Susan E. Mergers, Restructuring and Corporate Control, Prentice Hall Inc.1990, U.S
- Weston J.Fred,
Copeland Thomas E., Managerial Finance, Part Eight “ Dynamic Strategies for Increasing Value”, Chapter 27 Mergers and Acquisitions, Restruturing and Corporate Control,The Dryden Press International Edition
- Weston J. Fred
and Mansinghka Swenda K. Test of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms “The Journal of Finance, 26 Sept 1971
- Wyatt Arthur R. Business Combinations Planing and Action Pennsylvnya and Kieso Donald E.,Textbook Company Seranton, 1969
- Yavuz Canevi, Turkey and Foreign Direct Investment”, İstanbul:YASED Yayınları, No:47, Haziran,1993
- Yıldırım Ersan Firma Değerlendirme Stratejileri ve Teknikleri, Türkiye Sanayi Kalkınma Bankası Mühendislik Müdürlüğü Yayınları, Ekim 1994

DERGİLER

Dünya Gazetesi , “Boing ile McDonnell Douglas Birleşiyor”, 16 Aralık 1996.

The Ernst & Young Management Guide, “Mergers & Acquisition, Postmerger”.

Sabah Gazetesi, “ Birleşmeler Yılı 96”, 6 Ocak 1997.

Ekonomik Trend , “Yabancı Ortaklı Şirketlerin Avantajları”, 27 Ekim 1996

Ören Resmigül, Yabancı Sermaye ve Gelişimi , Finans Dünyası, Aralık1993

Şirketler Yıllığı (Yearsbook of Companies), İ.M.K.B Yayınları,Cilt 1-2, 1995

Ekonomik Trend,27 Ekim 1996 Tarihli Dergisi

Akçansa Bülteni, Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş., Ocak-Şubat 1997,Sayı1

Akçansa Bülteni, Akçansa Çimento San. Ve Tic. A.Ş., Mayıs- Haziran, 1997, Sayı 3.

Dünya Gazetesi, “ Şirket Birleşmeleri ve Satınalmalar” , 9 Ekim 1990

Dünya Gazetesi, “ Amerikan İş Dünyasında Sermaye Merkezileşmesinin En İleri Noktası Yaşanıyor”, 17 Aralık 1989

Dünya Gazetesi, “A.B.D.’de Yabancı Yatırımlar Artıyor”, 15 Aralık 1989

Dünya Gazetesi, “Rekabet Avrupa Bilgisayar Üreticilerini Evliliğe Zorluyor”, 26 Nisan 1991

Dünya Gazetesi, “Doğu Avrupa Reformunun Başarısı Batı’nın Yatırımlarına Bağlı”, 11 Ocak 1990

Barbaros İnceci, “AET Rekabet Politikası”, İktisadi Kalkınma: Seçme Yazılar,Ankara, Mayıs 1986

Yased Bülteni, “Türkiye’de Büyük Yabancı Sermaye Yatırımları”, Temmuz 1996, İstanbul,

Sigorta Dergisi, “Nordstern- İmtaş Sigorta Acenteleri Antalya Kemer’de”, Sayı 73, Mart 1996.

Sigortacı Dergisi, “AXA-UAP Söz Kesti”, Sayı 142, 16-30 Kasım 1996

Sigorta Dünyası, “ Norstern - İmtaş Birleşme Süreci Tamamlandı”, Sayı 435, Kasım 1996

Sigorta Dergisi, “Nordstern İmtaş Rekabeti Dünya Koşullarına Taşıyor”, Sayı 80, Aralık 1996.

Sigorta Dergisi, “Geçmişten Geleceğe, Sigortacılıkta Bir Dev”, Sayı 143, 1-15 Aralık 1996.

Sigorta Dünyası, “ Bülent Bora: Sektör 60 Şirketi Taşımaz”, Sayı 435, Kasım 1996.

Basın Bülteni (BP-Mobil tarafından basın için hazırlanmıştır), “ Avrupa Çapında Bir BirleşmeÖyküsü”

Autoshow Dergisi, “BP ve Mobil Güçlerini Birleştirdi”, Sayı 10, 5 Mart 1996

Ajans Press, “BP- Mobil İşbirliği Sektör İçin Parlak Bir Model Oldu”, 11 Ağustos 1997

Macro Dergisi, “Devlerin Aşkı” , Nisan 1997.

Kariyer Dünyası, “BP-Mobil Birlikteliği”, Ocak 1998

Dünya Gazetesi, “Mobil Madeni Yağları” , (BP-Mobil’in Dünya Gazetesinde Yayınlanmak üzere hazırlanan Basın Bülteni)

Economist Capital’e BP- Mobil tarafından verilen Basın Bülteni, “BP-Mobil Birleşmesi”, 2 Aralık 1997

Akçansa tarafından hazırlanan, “Akçansa 1996 Yılı Faaliyet Raporu”.

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi	11.06.1972	
Doğum yeri	İstanbul	
Lise	1986-1989	Bakırköy Lisesi
Lisans	1990-1995	Yıldız Teknik Üniversitesi, Mühendislik Fakültesi, Makina Mühendisliği Bölümü
Çalıştığı Kurumlar		
	1994-1995	Best Tesisat Taah. Ve Tic. Ltd.Şti.
	1995-1998	Ekur İnşaat A.Ş.

