

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİ
VE YÖNETİMİ : AKÇANSA ÖRNEĞİ

Şakir Sakarya

Doktora Tezi

Yrd.Doç.Dr. Erhan Birgili

2002

GİRİŞ

Dünya ticareti ve sermaye hareketlerindeki değişim, işletme faaliyetleri ve yönetiminde de önemli değişikliklere neden olmuştur. Bu bağlamda işletmeler arası işbirliği artmış ve bu iş birliği farklı şekillerde ortaya çıkmıştır. Artan rekabete paralel olarak işletmeler arası lisans anlaşmaları, ortak girişimler, konsorsiyumlar, AR-GE yatırımlarında işbirliği, ortak pazarlama politikaları geliştirilmesi, birleşme ve satın almalarda da önemli bir artış görülmüştür.

Bu bağlamda, günümüzün rekabetçi şirketleri gerek kendi ulusal pazarlarında gerekse uluslararası pazarlarda başarılı olmak için farklılaşan stratejiler izlemek zorunda kalmışlardır. Bu farklı stratejilerden birisi de birleşme veya satın almadır.

Özellikle 20. yüzyılda dünya ticaret hacmi ve uluslararası sermaye hareketleri daha önce hiç olmadığı kadar artmıştır. Bu ortamda, işletmelerin faaliyetlerini yalnızca ulusal bazda düzenlemeleri, global rekabet şartlarında yok olmalarına kadar varabilecek sonuçlar doğurabilmektedir. 20. yüzyıldaki bu artan ticaret ve yatırım hacmi, teknolojik ilerlemeler, değişen tüketici ihtiyaçları işletmelerin küresel pazarda daha iyi rekabet edebilmeleri için büyüme yolunu seçmelerine neden olmuştur. Bu nedenle, şirketler açısından artık küreselleşme olgusu yeni rekabet şartları ile birlikte değerlendirilmelidir. Bu şartlar, tüm dünyanın pazar olarak düşünülmesini ve bunun gereği olarak tüm dünyada rekabet edebilecek ürünlerin üretilmesini ve pazarlamasını gündeme getirmiştir.

Şirketlerin bu yeni rekabet şartlarında faaliyetlerini sürdürebilmeleri için her şeyden önce yeterli büyüklükte olmaları gerekir. Bu büyüklüğe ulaşmak zorunluluğunda olan şirketlerin büyüme yollarından birisi de başka bir şirketle birleşmek, diğer bir ifadeyle şirket evliliği yapmaktır. Şirketler, bu yolla rekabet etmeleri için gerekli olan sinerjiyi elde etmeye çalışırlar.

Şirketlerin birleşmesinin altında çok değişik nedenler olmakla birlikte bunları tek başlık altında toplamak mümkündür; Sinerji Sağlamak. Birleşme ve satın almaların en büyük avantajlarının sinerji sağlanması olduğu genel kabul görmüş bir olgudur. Nitekim büyüme için birleşmeyi tercih eden şirketlerin bu yolu seçmelerinin altında yatan güdülerin başında sinerji sağlamak gelir. Buna göre, iki şirket birleştiğinde şirketlerin tek tek sahip oldukları kaynaklar birleşmeden sonra daha etkili kullanılacak ve şirketin rekabet gücünü, pazar payını, teknolojik yapısını,vb. durumlarını arttıracaktır. Ancak birleşmelerin her zaman pozitif sinerji sağlamadıkları ve hatta yapılan birleşmelerin yüzde 60'a yakınının başarısız olduğunu yapılan değişik araştırmalar ortaya koymuştur. Bu nedenle birleşme sürecinin çok iyi değerlendirilmesi ve eğer pozitif bir sinerji sağlanacaksa birleşmenin gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Eğer birleşmede pozitif sinerji sağlanamamışsa bunu minimize etmenin veya ortadan kaldırmanın yolu ise birleşme sürecinde görev alacak yöneticilere ve

özellikle birleşme planlamasını yapan ve ayrıntılı inceleme çalışmalarını yürüten kişi yada gruplara düşmektedir.

Genel olarak dünya ekonomisine bakıldığında, zaman zaman şirket birleşmelerinin sayısında hem miktar hem de büyüklük olarak patlama olarak nitelendirilebilecek artışların meydana geldiği dönemler görülmektedir. Dünya ekonomisinde özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan bu birleşme patlamasının sonuncusu ve belki de en büyüğü günümüzde yaşanmaktadır. Birleşmeler, küresel rekabetin yoğun olarak yaşandığı özellikle haberleşme, kimya, bankacılık ve finans gibi sektörlerde oldukça yoğun olarak gerçekleştirilmektedir.

Bu yoğun rekabet ortamında şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşmeler, sadece birleşen şirketleri değil aynı zamanda diğer bir çok kesimi de etkilemektedir. Birleşmeler, bu şirketlerle ilgisi olan yatırımcılar, çalışanlar, yöneticiler, devlet ve toplumun diğer gruplarını da doğrudan veya dolaylı olarak etkileyecek sonuçlar doğurmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerde kurulmuş olan çok uluslu şirketlerin gerçekleştirdiği birleşmeler etkileri bakımından ulusal pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşme etkilerinden çok daha fazla olmaktadır.

Şirket birleşmelerinin en önemli yönlerinden birisi, birleşmenin bir süreç olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında birleşme, birleşen şirketler için zaman alıcı ve sonuçları bakımından önemli bir süreç olmaktadır. Bu süreç sonuçları bakımından şirketler açısından geri dönülmez sonuçlar meydana getirmektedir. Bu nedenle birleşmeler yapılırken bu süreçlerin çok iyi değerlendirilmesi ve yönetilmesi gerekmektedir.

Birleşme süreci açısından, süreç içerisinde birleşen şirketlerin değerlendirilmesi de diğer bir önemli adımdır. Şirketlerin değerinin belirlenmesi hem birleşme sürecinin başarı ile tamamlanması hem de birleşme sonucunda doğan yeni şirketin başarısı için oldukça önemli ve gereklidir. Şirketlerin değeri belirlenerek birleşme sonucunda ne kadar ödeme yapılacağı ve ödemenin nasıl yapılacağı tespit edilir. Bu açıdan bakıldığında birleşme sürecinin en önemli aşamalarından birinin birleşen şirketlerin değerinin belirlenmesi olduğu söylenebilir.

Çalışmamız temel olarak beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde genel olarak şirketlerin büyümesi ile ilgili teorik bilgiler ve literatürde yapılan değişik büyüme şekilleri değişik başlıklar altında incelenmeye çalışılmıştır. Yine bu bölümde teorik bilgilerin ardından günümüzdeki şirket birleşme eğilimleri sınır ötesi ve ülkemiz açısından istatistiki bilgiler ışığı altında incelenmeye çalışılmıştır.

İkinci bölümde ise, şirket birleşmelerinin nedenleri ve şirketleri birleşmeye iten nedenler açıklandıktan sonra birleşme süreci incelenmiştir. Burada birleşmelerin planlanması, uygun aday şirketlerin araştırılması ve birleşme görüşmeleri gibi konular ayrıntılı olarak incelenmiştir. Şirketlerin birleşme süreçlerinin önemli bir aşaması da birleşme bedelinin ödemesinin nasıl yapılacağıdır. Bu bağlamda ikinci bölüm sonunda, birleşmelerde uygulanan ödeme yöntemleri yine ayrıntılı bir şekilde incelenmeye çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, şirket birleşmeleri Türkiye uygulaması açısından değerlendirilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda Türkiye'deki şirket birleşmeleri Türk Ticaret Kanunu, Vergi Kanunları, Sermaye Piyasası Kanunu ve Rekabetin Korunması Hakkında Kanun açısından değerlendirilmiştir. Bu bölümde birleşmeler daha çok hukuk mevzuatı açısından değerlendirilmiş ve Türkiye'deki durum ortaya konmaya çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde ise, genel olarak şirket değerinin kapsamı ve önemi belirtildikten sonra şirket değerinin yönetimi konusu ayrıntılı olarak incelenmiştir. Bu bağlamda şirket değerini etkileyen iç ve dış unsurlar incelenmiştir. Daha sonra ise, şirket değerlemesinde dikkat edilmesi gereken diğer hususlar ile beraber şirket değerlendirme yaklaşımları ayrıntılı ve karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Burada, göreceli olarak diğer yaklaşımlara göre birleşmelerde kullanılması daha uygun ve yaygın olan İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yaklaşımı üzerinde durulmuş ve bu yöntem beşinci bölümde yapılan uygulamanın da temelini oluşturmuştur.

Beşinci ve son bölümde ise, değerlendirme uygulaması için ülkemizde çimento sektörünün önde gelen ve hisse senetleri İMKB'de işlem gören Çanakkale Çimento

A.Ş. ile Akçimento A.Ş.'nin 1996 yılında yapmış oldukları birleşme ve bu birleşme sonucunda ortaya çıkan AKÇANSA A.Ş.'nin değerleri hesaplanmış ve birleşmelerin temel amacı olan "sinerji"nin sağlanıp sağlanamadığı incelenmiştir.

1. GENEL OLARAK ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. Genel Olarak Şirketlerin Büyümesi Ve Büyüme Çeşitleri

Günümüzde, ekonominin küreselleşmesi, elektronik ticaretin gelişmesi ve artan rekabet şirketleri, ölçek ekonomileri ve sinerji etkisinden yararlanmayı, birim maliyetlerin aşağı çekilmesini, ürün ve hizmet kalitesinin ve rekabet gücünün arttırılmasını yönünde hareket etmelerini zorunlu kılmaktadır. Dünyada ve Ülkemizde şirketler bu olgulara uyum sağlamak için çeşitli büyüme stratejilerine yönelmektedirler.

Büyüme, varlığını devam ettirmek isteyen her işletme için kaçınılmazdır. Bu da ya içsel yollarla yada diğer şirketlerle birleşmeler gibi dışsal yollarla gerçekleştirilmektedir. Çağımızın özelliği olarak, hızla değişen bir ortamda faaliyette bulunan şirketlerin, sonuçların daha kısa bir zamanda alınabileceği "birleşme" yollarını tercih ettikleri artık sık sık görülmektedir.

1.1.1. Şirketlerin Büyümesi

Ekonomi hukukunu belirleyen hukuki çerçevenin 1980'li yıllardan itibaren serbestleşmesiyle birlikte, hem mali araçların sayısı, hem de ülkeler arası mal ve

hizmet ticaretinin hacmi önemli ölçülerde artış göstermiştir. Küreselleşme olarak da adlandırılabilir olan bu oluşum sebebiyle, ülkeler arasındaki sınırlar önemini büyük ölçüde kaybetmiştir.

Küreselleşme olgusuna farklı bir açıdan yaklaştığımızda, ülkelerdeki rekabeti arttırıcı etkilerinin bulunduğunu görmekteyiz. Ülkeler arasındaki bu yakınlaşma, bu ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin de birbirleri ile etkileşime girmelerini sağlamıştır. Bu etkileşimler sonucu müşterilerin işletmelerden olan taleplerinde de değişiklikler baş göstermeye başlamıştır. Farklı pazarlara girebilmek için farklı müşterilerin istekleri doğrultusunda üretim ve pazarlama faaliyetlerinde bulunmak gerekmektedir. Firmalar sayılan bu problemleri çözümlenmek amacıyla ürün yelpazelerini genişletmek zorunda kalmışlardır. Ürün yelpazesinin genişletilmesi için yeni yatırımların yapılması, yeni pazarlara girebilmek için ise yeni dağıtım ve satış noktası birimlerinin kurulması gerekmektedir. Bu yapılanma, doğal olarak işletmelerin büyümesine neden olmaktadır.

Ayrıca global ve her türlü rekabete açık bir piyasada faaliyet gösterebilmek için, firmaların öz kaynak yapılarının güçlü, aktif ve pasif kalitelerinin yüksek olması gerekmektedir. Rekabetçi bir ortamda ayakta kalabilmek için gerekli olan bu hususların yerine getirilmesi, firmaların önemli tutarlarda yatırım yapabilmesine bağlı bulunmaktadır. Farklı pazarlara girmek ise yeni yatırımların yanı sıra büyük çaplı tutundurma faaliyeti harcamalarının yapılmasına yol açarak firmaların çeşitli riskler almasına neden olacaktır[Sümer,1999:7].

Yukarıda sayılan sebeplerin etkisi ile firmalar başka pazarlarda faaliyet gösteren ve farklı ürün hatlarına sahip olan firmalarla birleşmeyi ya da satın almayı tercih etmektedirler. Birleşme, firmanın kendi içinde büyümesine nazaran zaman ve maliyet açısından daha ekonomik bir alternatif olmaktadır.

Günümüzde işletmelerin temel amacı, varlıklarını korumak, varlıklarına yönelebilecek tehlikeleri diğer bir ifadeyle riski en düşük düzeye indirmek, büyüme hızlarını en yüksek düzeye çıkarmak, bağımsızlıklarını koruyabilmek ve büyümenin

gerektirdiği finansman ihtiyaçlarını kısmen de olsa karşılayabilmek için yeterli ölçüde kâr sağlamaktır[Okka,1998: 41]. Bu amacı genel olarak ifade edecek olursak; işletmelerin temel amacının, piyasa değerini maksimize etmek olduğunu görür. İşletmeler bu amaca ulaşabilmek için bir çok kararlar alırlar ve stratejiler izlerler. İşte bunlardan birisi de işletmelerin büyüme stratejisidir.

Büyüme sonucu uluslararası pazarlara yönelen başarılı işletmeler çeşitlendirmenin de etkisiyle kaynaklarını daha iyi değerlendirmiş olurlar. Büyüme sayesinde optimum kapasite kullanım düzeyine ulaşarak, ölçek ekonomilerinden yararlanırlar. Bu ise, bir yandan üretim diğer yandan da fonların maliyetini düşürür. Ar-Ge'nin geliştirilmesi ve nitelikli personel çalıştırılması sayesinde faaliyet giderlerinde azalma ve kalite de iyileşme görölür. Nihayet büyüyen işletmeler ulusal ve uluslar arası para ve sermaye piyasalarından yararlanarak ortaklarına daha iyi imkanlar sunarlar[Berk,2000: 455].

Günümüzün artan uluslar arası rekabet şartlarında, işletmelerin piyasa değerini maksimize etme hedeflerine ulaşmaları çok daha önemli hale gelmiş ve bu yoğun rekabet ortamı küreselleşmenin de etkisiyle birleşmeler için itici bir güç özelliği oluşturmuştur. Rekabet baskısı altındaki şirketler, ölçek ekonomilerine ulaşarak maliyetleri düşürmeye yada ortaklıklar, işbirlikleri ve birleşmeler yoluyla stratejik dünya pazarlarına girmeye çalışmaktadırlar[Aydemir,1998:45-54]. Bunun için işletmeler, tedarik, üretim, finansman, pazarlama ve yönetim fonksiyonlarında sinerji etkisinden yararlanarak büyümeye ihtiyaç duymaktadırlar. Büyüme ise işletmelere, faaliyet gösterdikleri pazarlarda pazar paylarını arttırmalarında önemli bir avantaj sağlamaktadır.

İşletmelerin büyüme stratejileri izlemelerinin temel nedeni olan ekonomik yararlar sadece üretim fonksiyonunda değil, aynı zamanda tedarik, pazarlama, finansman ve yönetim gibi işletmelerin diğer fonksiyonlarında da görölmektedir.

İşletmelerin büyümesi bir çok durumda aynı ürün çeşitlerinden daha fazla üretilmesi şeklinde değil tamamen farklı ürün çeşitlerinin de üretim programlarına alınması

şeklinde olmaktadır. Bu şekilde işletmeler rekabet avantajları kazanmak yanında riski azaltmak gibi kazançlar da elde etmektedirler. Bu bakımdan işletmelerin büyüme amaçlarının belirlenmesinde ölçek ekonomileri kuramı yetersiz kalmaktadır. Dolayısıyla daha geniş ve ölçek ekonomileri kavramını da içine alan sinerji kavramı işletmelerin büyüme stratejisi izleme nedeni olarak daha yararlı bir araç olarak kullanılmaktadır [Çelik,1999: 8].

İşletmeler, büyüme gerçekleştirebilmek için tüm imkanlardan yararlanma yoluna gitmişlerdir. Bazı işletmeler yeni yatırımlar gerçekleştirmişler, modernizasyon yatırımları yapmışlar bazıları da diğer işletmelerle birleşmişler veya başka işletmeleri satın almışlardır. Bu açıdan bakıldığında büyüme, işletmeler için son derece önemli ve devamlı olması gereken bir süreç olarak görülmektedir[Doğan,1996:54]. Burada önemli olan husus, bir işletmenin, ekonomik ve sosyal gelişmeye katkı yapacak şekilde sağlıklı olarak büyümesinin sağlanmasıdır.

Piyasaların genişleyip dünya boyutuna ulaşması, taşıma ve haberleşmenin hızlanması, teknolojinin hızlı ve sürekli gelişimi, tüketici davranışlarında ortaya çıkan değişiklikler vb. faktörler işletmeleri değişik açılardan etkilemektedir. Bu faktörler bir çok işletmeyi olumlu yönde etkilerken, bazı işletmeleri de olumsuz yönde etkilemektedir. Gelişmelerden olumsuz yönde etkilenen işletmeler bu etkiyi azaltmak ya da tamamen ortadan kaldırmak için büyüme sürecine girmişlerdir [Aşıkoğlu ve Sevil,1995: 445].

İşletmelerin neden birleştiği sorusunu cevaplamak için pek çok hipotez geliştirilmiştir. Bunların çoğunda temel amaç, hisse senedi sahiplerinin refahını arttırmak olarak belirlenmiştir. Bazı hipotezlerde ise asıl hedefin yönetimin firmaya olan faydasını arttırmak olduğu savunulmuştur. Hipotezlerde yer alan bir diğer görüş ise, birleşmeye sebep olan asıl güdünün riskin azaltılması olduğudur [Sümer,1999: 9].

1.1.2. Büyüme Çeşitleri

Ulaşım ve iletişim teknolojisindeki süratli gelişim dünyayı küçültmüş ve malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımına ve rekabetin yoğunlaşmasına neden olmuştur. Artık şirketlerin, günümüz serbest piyasa şartlarında monopol kurabilmeleri mümkün görülmemektedir[Demir,1998: 6]. Bu nedenle işletmelerin ya içsel, ya dışsal olarak büyümeleri gerekmektedir.

İşletmeler büyümelerini ister içsel büyüme, isterse dışsal büyüme şeklinde gerçekleştirsinler, çoğu zaman diğer işletmeler ile işbirliği yapma ve bütünleşme gereği duyarlar. İşletmelerin teknoloji geliştirmek, yeni mal ya da hizmet üretmek ve finansal imkanlarını geliştirmek için birleşmeleri çoğu zaman kaçınılmaz olmaktadır. Şirketler içsel ya da dışsal büyüme yoluyla; sermaye artırımını sağlamakta, iş bölümü oluşturmakta ve riski minimize etmektedirler.

1.1.2.1.İçsel Büyüme

İçsel büyüme; bir işletmenin kendi imkanları ile büyümesidir. İşletme kendi oluşturduğu veya dışarıdan sağladığı kaynakları yeni proje ve yatırımlara yönelterek büyümesini gerçekleştirmektedir. Bunun yanında, bir işletme diğer işletmelerle de birleşerek büyümeyi gerçekleştirebilmektedir[Doğan,1996: 56].

İşletmelerin mevcut kapasitelerini arttırmak için, işletme içinden veya işletme dışından sağladıkları fonlarla büyümeleri içsel büyüme olarak ifade edilmektedir. Özellikle, küçük işletmeler, büyük işletmelere göre içsel büyümeyi tercih etmektedirler. Diğer taraftan, bir çok büyük işletme de, yıl sonu kârlarını dağıtmayarak, yenileme ve rasyonelleştirme yatırımlarıyla kapasite artırımına gitmektedir[Ceylan, 2000:286]. Şirketin kendi imkanlarını geliştirerek satışlarını arttırması, yeni mal veya hizmetler üretmesi, şubeler açması içsel büyümeye verilebilecek örneklerdir.

1.1.2.2.Dışsal Büyüme

Dışsal büyüme, batıda uzun bir geçmişe sahiptir ve ilk olarak tröstleşme hareketi olarak kendini göstermiştir[Gönenli,1991:618]. Dışsal büyüme, işletmelerin, diğer

işletmelerin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümeleridir.

Bir işletmenin bağımsızlığını kaybetmek pahasına başka bir işletme ile birleşmesi, esas itibari ile ilgili işletmeler tarafından istenmeyen (dışsal) bir büyüme şeklidir. Gerçekten de işletmeler başlangıçta içsel büyüme şeklini tercih ederler. Ancak belirli bir ölçek büyüklüğünden sonra içsel büyüme bir büyüme alternatifi olmaktan çıkmakta, işletmenin kendi imkanları ile büyüme alternatifi tamamen ortadan kalkmaktadır. Bu aşamadan itibaren işletmeler dışsal büyümeyi tercih etmekte ve dışsal büyümenin avantajlarını değerlendirme yoluna gitmektedirler [Demir,1998: 6].

Dışsal büyümede, daha önce birbirinden bağımsız olarak faaliyette bulunan iki veya daha çok sayıda işletme, bağımsızlıklarını kısmen veya tamamen kaybetmek suretiyle bir araya gelmektedirler. Böylece yeni bir bütün yani yeni bir işletme oluşmaktadır. Sonuçta mevcut işletme sayısı azalmakta, buna karşılık birleşme olayını gerçekleştiren işletmelerin ölçek büyüklüğü artmaktadır[Müftüoğlu,1989: 525].

Tam rekabet ortamında çalışan işletmeler; rekabeti önlemek, faaliyet alanlarını genişletmek, mali yapılarını güçlendirmek, yeni üretim tekniklerini uygulamak ve en önemlisi tekelci ve eksik rekabetçi bir yapıya kavuşmak amacıyla dışsal büyüme yöntemini uygulamaktadırlar[Doğan,1996:56]. Ancak birçok ülkede birleşmelerin rekabeti ortadan kaldırma tehlikesi oluşturup oluşturmadığına bakılarak, belirli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bu tür yasal düzenlemelerin temel hareket noktası, rekabetin devam ettirilmesi ve serbest piyasa ekonomisi kurallarının işletilmesine yöneliktir.

İşletmeler, yalnız kendi oluşturdukları imkanlarla büyüme yerine diğer işletmeleri kısmen veya tamamen devralarak veya yönetimlerini ele geçirerek büyüme seçeneğini bazı şartlarda içsel büyümeye yeğlemektedirler. Bu büyüme türü, ekonomik yapının gelişmesi, üretim tekniğinin değişmesi, yeni üretim yöntemlerinin

uygulamaya konulması ile özellikle yirminci yüzyılın başlarından itibaren önem kazanmış ve geniş ölçüde uygulanmıştır [Akgüç, 1994: 863].

Büyüme stratejisi izleyen işletmelerin bu alternatif büyüme türlerinden hangisini uygulayacaklarına karar vermeleri gerekir. Büyüme stratejisi izleyen bir şirketin bu iki seçenektan hangisini seçeceği konusunda karar verirken, seçenekleri ayrı ayrı değerlendirmesi gerekir. Bu değerlendirmede birçok unsurun göz önünde bulundurulması gerekmektedir[Çelik,1999:11].İşletmenin söz konusu iki alternatif arasındaki seçiminde;

- İşletme ihtiyaçlarının veya pazardaki istikrarsızlığın piyasaya hızlı girişi önemli hale getirdiğinde,
- Şirketin ihtiyaç duyduğu yetenekli bir yönetimin istihdam edilmesi ile önemli bir fırsatın değerlendirilmesi durumunda,
- Herşeye rağmen işletmenin kapasitesini kısa sürede arttırma zorunda kalınması durumunda,
- Dışarıdan getirilen bir ürünün işletme içinde geliştirildiğinde daha fazla maliyetli olması olasılığı durumunda,
- Yeni endüstrilerde pazar payı istikrarlı bir duruma gelmiş ve pazara yeni giren şirket için pazara girmenin zorlaştığı durumlarda, dışsal büyüme daha uygun bir büyüme biçimi olarak kabul edilmelidir.

1.1.3. Dışsal Büyüme Çeşidi Olarak Birleşmeler

Günümüzde şirket birleşmeleri genellikle yeni pazarlara girmek, yeni bir üretim hattı kurmak ve uluslararası pazarlarda daha etkin rekabet edebilmek için sinerji etkisinden yararlanmak isteyen bir şirketin izleyebileceği en hızlı yollardan birisi olarak görülmektedir.

İçsel büyüme stratejisinin tam tersine, şirketin yalnız kendi sağladığı kaynaklarla büyümesi yerine diğer şirketleri tamamen veya kısmen devralması veya diğer şirketlerle değişik biçimlerde işbirliğine giderek büyümesini öngören dışsal büyüme stratejisi, çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir [Gönenli, 1991:572].

i. Faaliyetlerin birleştirilmesi ve tam kontrol olmamakla birlikte tröstleşme yönünde işbirliğini sağlayıcı yollar; Protokol anlaşmaları, Karteller, Çıkar grupları, Yönetim Kurulu Üyelerinin Aynı kişilerden oluşması.

ii. Bağımsız birimlerin bağımsızlıkları korunarak birbiri ile ilişkili birimler haline getirilmesi; Tröstler ve Holdingler.

iii. Bağımsız birimlerin birinin ya da her ikisinin bağımsızlığının ortadan kalkarak bütünleşmesi; Satın alma yoluyla birleşme (acquisition) ve Birleşme (merger).

Yukarıda ifade edildiği gibi şirket birleşmeleri genelde, satın alma yoluyla birleşme (acquisition) veya birleşme (merger) şeklinde gerçekleştirilmektedir.

Satın Alma Yoluyla Birleşme (acquisition): Bu tür birleşmede, bir şirket diğer bir şirket veya şirketleri tüm aktif ve pasifleriyle devralmakta ve devralınan şirket veya şirketlerin tüzel kişilikleri ortadan kalkmaktadır. Devralma yoluyla birleşmede, birleşmenin karşılığı olan bedel nakit olarak ödenebileceği gibi devralınan şirket veya şirketlerin sahiplerine, devralan şirketin hisse senetleri verilmesi yoluyla da ödenebilmektedir.

Birleşme (Merger): İki veya daha fazla şirketin bir araya gelerek yeni bir şirket oluşturmalarıdır. Bu durumda birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri ortadan kalkmaktadır.

Dışsal büyüme yollarından birisi olarak ifade edilen şirket birleşmelerinin en önemli özelliği en az bir şirketin birleşme sonucunda bağımsızlığını yitirmesidir. Şirketin

bağımsızlığını yitirmesi, en az bir şirketin birleşme sonucunda hem ekonomik hem de hukuki bağımsızlığını yitirmesi anlamına gelmektedir.

Dışsal büyüme kavramı içinde tanımlanan şirket birleşmelerinin finansal yönetim açısından da birtakım özellikleri bulunmaktadır. Şirket birleşmelerinin temel özellikleri genel olarak aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- Birleşmelerden kaynaklanan faydalar sinerji olarak tanımlanabilir,
- Bir şirketin başka bir şirket ile birleşmesinin karmaşık muhasebe, vergi ve hukuki etkileri bulunmaktadır. Dolayısıyla birleşmeler, şirketler açısından birleşme öncesinde ve sonrasında önemli etkileri olan bir süreç olarak kabul edilmelidir,
- Birleşmeler şirket ortaklarının şirket yöneticilerini kontrol etmelerinde kullandıkları önemli bir araç olarak kullanılabilir[Ross vd.,1993: 825]. Yöneticilerin kendi çıkarlarını şirket ortaklarının çıkarlarından daha üstün tutmaları, şirket ortakları açısından ciddi sorunlar oluşturabilmektedir. Özellikle hisse senetleri halka açık şirketlerde bu sorun çok daha belirgin olarak açığa çıkmaktadır. Bir şirketin başka bir şirket ile birleşmesi yöneticilerinden memnun olmayan hisse senedi sahiplerinin bu yöneticileri değiştirme yollarından birisidir.
- Birleşme analizleri sıklıkla, şirketlerin bir bütün olarak değeri üzerine odaklanmalıdır.

Günümüzde bir çok ülkede hızla küreselleşen ve derinleşen sermaye piyasaları, şirketlerin başka şirketlerle birleşmelerini kolaylaştırmakta ve daha ekonomik hale getirmektedir. Bunun yanında, küreselleşme süreci sonucunda sermaye piyasalarının karşılıklı etkileşim içinde bulunmaları da hem dostça hem de düşmanca birleşme görüşmelerinin başlamasına ve başarı ile sonuçlandırılmasına neden olmaktadır [Çelik, 1999:16].

Bir şirketin ister içsel olsun, ister dışsal olsun büyümeden güttüğü amaçlar hemen hemen aynıdır. Bunlar ölçek ekonomilerinden yararlanma, teknoloji transferini kolaylaştırma, finansman kolaylığı sağlama ve riski azaltma şeklinde özetlenebilir. Ancak dışsal büyümenin içsel büyümeye göre bazı üstün yönleri bulunmaktadır [Türko,1999:587]. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- Firma dışsal büyümeyi daha hızlı gerçekleştirebilir ve bu yolla kısa sürede dengeli bir büyümeyi sağlar: Yeni üretim teknolojileri geliştirilmesi, üretimin artırılması içsel büyümeyle kısa sürede gerçekleştirilemez, uzun bir süreyi gerektirir. Halbuki dışsal büyümeyle, üretim kapasitesini çok kısa bir sürede genişletmek mümkün olabilmektedir.
- Dışsal büyümenin maliyeti daha düşüktür: Kurulmuş ve faaliyette bulunan bir firmayı satın alma yoluyla katlanılan maliyet, söz konusu firmayı yeni baştan kurarak katlanılacak maliyetten daha düşüktür. Dışsal büyümenin içsel büyümeye nazaran daha avantajlı olması, özellikle satın alınan firmanın değerli patent, ticari marka sahibi olmasında kendini göstermektedir. Diğer taraftan firma dışsal büyümeyi seçmiş ise, deneyimli ve ehliyetli personel tedarikinden de kurtulmuş olacaktır.
- Dışsal büyümede bazı finansal kolaylıklardan yararlanmak da mümkündür: Bir işletme satın alınırken ödemenin alıcı firma tarafından verilecek hisse senetleri şeklinde yapılması ilave nakit ihtiyacının doğmasına neden olmaz. Kaldı ki satın alınan firmanın nakit durumunun iyi olması, satın alan firma için yeni bir finansman kaynağı olarak da düşünülebilir. Dışsal büyüme ile sağlanacak vergi avantajları da ek finansman kaynağı olarak değerlendirilebilir.
- Dışsal büyümede firmanın karşılaştacağı risk daha azdır: Çünkü kurulmuş, denenmiş, belli bir üretim teknolojisini edinmiş bir firmayı satın almak veya onunla birleşmek, bütün bunları içsel büyümeyle sağlamaktan daha az risklidir.

- Dışsal büyüme ile firmalar arası rekabeti azaltmak daha da kolaydır: Bir işletmenin içsel büyümeyle pazar payını artırması, rekabetçi diğer firmalar arasından sıyrılarak pazar payını genişletmesi hem riskli, hem zor, hem de zaman gerektiren bir husustur. İçsel büyümeye çalışan işletmelerin böyle bir dönemde aralarındaki uygun şartlarda olmayan rekabeti önlemek amacıyla birleşmeleri doğru ve yerinde bir girişim sayılmalıdır. Ancak rekabeti azaltan veya ortadan kaldıran firma birleşmelerine karşı hemen hemen bütün serbest piyasa ekonomisine sahip ülkelerce sınırlandırıcı önlemler alınmıştır.
- Üretim kapasitesinin genişletilmesi, yeni üretim araçlarının ilavesi, içsel büyümeye kıyasla mevcut firmanın satın alınması halinde (dışsal büyüme) daha ucuza sağlanabilir: Satın alınacak firmanın piyasa değeri veya hisse senetlerinin borsa değeri, söz konusu işletmenin yeni kurulma maliyetinden daha düşük olabilir[Okka,1998: 44].

Şirket birleşmeleri sağlamış olduğu birtakım faydalarının yanı sıra, birtakım potansiyel sorunları da beraberinde taşımaktadır. Birleşme sürecinde şirketlerin hatalı değerlendirilmesi, şirket kültürlerinin uyuşmaması, birleşen şirketlerin birbirlerinin sorunlarını da devralmaları ve birleşen şirketlerin yönetici performanslarının yeterli düzeyde olmaması, birleşme faaliyetinden beklenen olumlu sonuçların ortaya çıkmasını engellemektedir[Mork vd.,1990:31].

1.1.4. Birleşme Faaliyetini Etkileyen Temel Unsurlar

Şirket birleşmelerini etkileyen unsurların en belirgin olanı, şirketlerin sermaye maliyetleridir. Sermaye maliyetinin beklenen enflasyon oranı ile düzeltilmesi sonucu hesaplanan reel sermaye maliyeti, toplam birleşme faaliyetinin zamanlamasını, finanslama maliyetlerini ve beklenen karlılığını etkilediği için önemli bir belirleyici unsur olarak kabul edilir. Şirketlerin reel sermaye maliyetleri düştükçe toplam birleşme faaliyeti de artar[Golbe ve White,1991:41]. Gelecekteki bu tür beklentiler şirketlerin birleşme faaliyetlerini etkileyen bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Bunun yanında “temsil sorunu” da birleşme faaliyetlerini etkileyen önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir. Büyük ölçekli şirketlerin hemen hepsinde, şirketin tüm işleri hisse senedi sahiplerinin ücretini ödedikleri yöneticilere devredilmiştir. Bu şirketlerde şirket yöneticileri, şirket sahiplerinin şirket içinde temsilcileri konumundadırlar. Profesyonel yöneticilerin şirket içinde şirket sahipliğini sağlayan yeterli düzeyde finansal yatırımları bulunmamasından dolayı, gelirleri şirketin yöneticilere sağladığı kazançlara dayanır[Ward,1995:11].

Finansal yönetim açısından temsil sorunu olarak adlandırılan bu durum şirket ortaklarının çıkarlarının korunması açısından birtakım sorunlar da doğurmaktadır. Genel olarak bu sorunlar; şirket ortakları (hisse senedi sahipleri) ile yöneticiler ve işletmeye borç verenler ile hisse senedi sahipleri arasındaki potansiyel çıkar çatışması olarak tanımlanan temsil sorunu özellikle şirket birleşmelerinin başarısını etkilemekte önemli bir rol oynamaktadır [Brigham,1996:15].

Yöneticilerin, şirketlerini optimal ölçeğin üzerinde büyütmek için önemli güdüleri bulunmaktadır. Büyüme, yöneticilerin kontrolleri altındaki kaynakların artması yoluyla güçlerini de arttıracaktır. Bu durum yöneticilerin ücretlerindeki yükselmeye de ilişkilidir. Çünkü yöneticilerin ücretleri, şirketin satışlarındaki büyüme ile doğru orantılı olarak artabilmektedir [Jensen,1986: 323]. Hisse senedi sahipleri açısından ise bu teşvik edici unsurlar, şirketin değerini maksimize etme çabasından uzak olabilir.

Bir şirket, birleşme veya başka bir yatırım kararı aldığı zaman yöneticileri bu yatırımdan hem kendi kişisel faydalarını hem de firmanın pazar değeri üzerindeki sonuçlarını göz önünde bulunduracaklardır. Bir yatırım, yöneticiye geniş kişisel çıkarlar sağladığı zaman yönetici yatırımın amacı olan firmanın pazar değerini maksimize etme amacını ikinci plana atabilir. Yöneticiye geniş kişisel çıkarlar sağlayan bir işletmenin net bugünkü değeri, böyle bir kazancı olmayan birleşmelerinkinden daha düşük olabilir. Yöneticiler bu durumda kişisel çıkarlarını ön plana alabilecekleri için kendilerine kişisel çıkar sağlayıcı birleşmelerin gerçekleşmesini sağlama çabasına girebilirler. Böylece hedef şirkete gerçek

değerinin üzerinde ödeme yapılmasını sağlayabilirler [Mork vd.,1990:31]. Bu da yapılan birleşmenin başarısız olmasında önemli bir faktör olabilecektir.

Yöneticilerin kendi kişisel çıkarlarınınca özendirilen veya etkilenen birleşme kararları, yönetici etiğine aykırı olarak değerlendirilmesine karşın, temsil sorununu en aza indirmeye yönelik alınacak önlemler de sorunu tam olarak çözmeye yetmemektedir [Achampong ve Zemedkun,1995: 855].

İşletme literatüründe birleşme faaliyetinde karşılaşılan temsil sorununu çözmeye yönelik iki uç yaklaşım bulunmaktadır[Çelik,1999:18]. Birinci uç yaklaşım yöneticilere, “hisse senedine sahip yöneticilik” statüsü kazandırılmasıdır. Bu yaklaşımda yöneticilere emeklerinin karşılığında, sadece şirketin hisse senetlerinin verilmesi öngörülmektedir. Bu yaklaşımın izlenmesinin en önemli sakıncası şirketin yetenekli yöneticileri çalıştırmasının oldukça zorlaşmasıdır. Diğer uç yaklaşım ise, yöneticilerin her yönetsel faaliyetinin etkin kontrol ve denetim altında bulundurulmasını içermektedir. Ancak bu çözüm çok fazla maliyetli ve her zaman etkili olmayan bir çözümdür. Yönetimin hemen her işleminde denetim yoluna gidilmesini öngördüğü için etkin bir yöntem değildir. Bu yaklaşımda denetim sonucunda elde edilecek faydanın denetimin maliyetinden daha yüksek olması gerekir. Optimal çözüm bu iki uç yaklaşım arasında kalmaktadır. Yöneticilere emeklerinin karşılığında gösterdikleri performansına göre ücret ödenmesi, fakat bazı denetimlerin de yapılması optimal çözüm olarak ifade edilebilir[Brigham, 1996:17].

Ülkelerde uygulanan vergi politikası da birleşme faaliyetlerini etkileyen diğer bir önemli unsurdur. Uygulanan vergi politikaları, çeşitli birleşme faaliyetlerinin beklenen karlılığı ve olası alıcıları ile işletmenin mevcut sahipleri için farklı sonuçlar oluşturması açısından önemli olmaktadır.

Tüm bu unsurların yanı sıra genel ekonomik koşullar da birleşme faaliyetinin düzeyini ve büyüklüğünü etkileyen bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde genellikle birbirleriyle birleşmesi olası çok sayıda şirket faaliyet

göstermektedir. Bu açıdan gelişmiş ekonomilerde gerçekleşen birleşmelerin sayısı göreceli olarak gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olmaktadır.

Birleşme faaliyetlerini etkileyen faktörlerden birisi de işletmenin değeridir. Satın alınacak şirketin değerinin, birleşme şartlarının belirlenmesinde önemli bir etkisi olmaktadır. Buna göre işletmenin defter değeri, tahmin edilen değeri ve tasfiye değeri olmak üzere üç çeşit değerinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir [Ertaş, 1998:50].

Şirket birleşmelerinde, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının da önemli bir rolü bulunmaktadır. İşletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatı, gelecekteki kazanç ve kâr payı dağıtım oranlarına göre belirlenir. Bir işletmenin hisse senetlerini satın alan diğer işletmeler, çeşitli nedenlerden dolayı hisse senetlerine piyasa fiyatı üzerinden bir ödeme yapabilirler[Ceylan,2000:289]. Bu nedenler şu şekilde açıklanabilir;

- Satın alınacak işletme, bir sektörde faaliyet gösteriyorsa, ortakları kötümser bir tahminle, hisse senetlerini yüksek bir iskonto oranıyla indirgeyerek, hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşmesine neden olmuş olabilirler.
- Satın alınan işletmenin faaliyet giderleri üzerinden sağlayacağı tasarruflar ve gelirler üzerindeki olumlu etkiler nedeniyle, hisse senetlerinin piyasa fiyatı daha yüksek belirlenebilir.
- Satın alınacak işletme, diğer işletmenin ortaklarını birleşmeye razı edebilmek için, hisse senetlerine piyasa fiyatından daha fazla bir tutar ödeyebilir,

1.2. Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması

Şirket birleşmeleri, ekonomik faaliyet alanlarına ve hukuki alanlarına göre olmak üzere iki ana başlık altında sınıflandırılabilir.

1.2.1. Ekonomik Faaliyet Alanlarına Göre Şirket Birleşmeleri

Ekonomik faaliyet alanlarına göre şirket birleşmeleri genel olarak dört başlık altında sınıflandırılmaktadır[Brigham,1996:141-143]. Bunlar kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir.

1.2.1.1. Yatay Şirket Birleşmeleri

Aynı faaliyet alanında çalışan şirketlerin birleşmesi olarak tanımlanabilen yatay birleşmeler; bir rakip şirketi elimine etmek, şirketin mevcut pazar payını arttırmak ve endüstride bütünleşme derecesini arttırmak gibi nedenlerle yapılabilmektedir [Green,1990:20]. Bu tür birleşmeler şirketlere genellikle sinerji etkisinden var olan uzmanlıklardan en iyi şekilde yararlanma imkanı sağlamaktadır.

Yatay birleşmelerin birleşen şirketler yönünden sağlayabileceği faydalar aşağıdaki gibi özetlenebilir[Aydın,1990:10]:

- **Üretim araçlarında uzmanlaşma;** böylece bir araç ya da makinenin tüm zamanı ve gücü belirli bir ürüne ayrılabilir. Bu şekilde belli bir ürünün daha büyük ölçekte üretilmesinden kaynaklanan maliyet tasarrufları elde edilebilir.
- **Şirketin pazarlama fonksiyonunda ek tasarruflar sağlanması;** Bu şekilde ürünler en yakın üretim birimlerinden teslim edilebilir. Böylece taşıma

maliyetlerinden belli ölçülerde tasarruflar sağlanabilir. Bunun yanında reklam ve satış çabaları birleştirilerek etkinlik daha da artırılabilir.

- **Üretim veya pazarlama faaliyetinde etkinlik sağlanması;** bir şirketteki ileri üretim teknolojisinin veya pazarlama faaliyetlerindeki verimliliğin diğer şirkete transferi kolaylıkla sağlanabilir. Böylece kaynak kullanımında da etkinlik sağlanmış olur.
- **Rekabetin azaltılması;** yatay birleşmelerde, birleşmeden önce şirketler aynı faaliyet alanında faaliyet gösterdikleri için birbirleriyle rakip konumundadırlar. Dolayısıyla bu şirketlerin birleşmeye gitmesi pazardaki rekabet derecesini azaltacaktır. Rekabetin azaltılması veya ortadan kaldırılması durumunda ise şirketlerin ek kazançlar sağlayacakları açıktır. Rekabetin ortadan kaldırılması için şirketlerin birleşmesi dünyada sıkça başvurulan bir yol olmaktadır. Her ne kadar bir çok ülkede rekabeti ortadan kaldırmak için yapılan birleşmelere izin verilmese de özellikle uluslar arası pazarda bunun her zaman sağlandığını söylemek oldukça güçtür.
- **Daha iyi ve etkin hizmet sunulması;** Yatay birleşme ile müşterilere daha iyi ve etkin hizmet sunma imkanları sağlandığı gibi, işletme personelinin etkin ve verimli çalışması da sağlanır. İşletmenin etkin ve verimli çalışması sonucunda önemli amaçlardan olan kar sağlama amacıyla da gelişmeler meydana gelir[Aşıkoğlu ve Sevil,1995: 448].

Yatay birleşmede büyük işletmelerin bilgi birikimi ile sağlayacağı teknoloji ve yönetim üstünlüğü, üretim faktörlerinin daha rasyonel kullanımı, büyümenin sağlayacağı içsel ve dışsal etki, piyasaya girme kolaylığı, piyasa hakimiyeti ve marka imajı birleşmenin önemli nedenlerindedir. Bu birikim sonucunda oluşan yeni işletme, birleşmeyi olumlu yönde etkileyecektir[Büker vd.,1997:499].

Yatay birleşmelerin belirtilen bu faydalarının yanı sıra bir takım sakıncaları da bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde özetlenebilir[Baik,1995:245];

i. Birleşme faaliyetleri sektöre giriş engelleri oluşturması ve rekabeti daraltması gibi sonuçlardan dolayı şirketin dışındakilere zarar verebilmektedir. Bu yüzden de kamu otoriteleri çoğunlukla rekabeti ortadan kaldırıcı birleşmelere izin vermemektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde birleşme sürecinin en önemli aşamalarından birisi, rekabetin korunmasını sağlamakla görevli kamu otoritelerinden birleşme iznini almaktır.

ii. Birleşme sonrası fiyatlar birleşme öncesi fiyatlardan daha düşük de olabilir. Yatay birleşmeler sonucunda, şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatının rekabetin azaltılmasından dolayı her zaman yüksek olacağı, yani her zaman birleşme sonucu oluşan şirketin tekeli kârı elde edeceğini söylemek yanlış olacaktır. Yatay birleşme sonucunda rekabetin azaltılması, pazardaki şirketlerin fiyat rekabeti dahil yeni rekabet alanlarına girmelerine neden olabilir.

Amerika’da 347 işletmenin üst düzey yöneticilerine gönderilen soru formlarından çıkan sonuçlara göre, işletmeleri yatay birleşmeye yönelten faktörlerin Daha hızlı büyümeyi sağlamak, ölçek ekonomilerinin sağlayacağı kazançlar, pazar payını arttırmak, coğrafi olarak genişlemek, hisse senetlerinin piyasa değerini arttırmak ve ürün karışımını geliştirmek ve genişletmek olduğu görülmüştür[Akay,1997: 20].

1.2.1.2. Dikey Şirket Birleşmeleri

Dikey birleşmeler yoğun olarak 1920’li yıllarda uygulanmaya başlanmıştır. Aynı üretim çizgisinde fakat farklı üretim düzeyi ya da dağıtım zincirinde olan işletmelerin gerçekleştirdiği birleşmelerdir. Diğer bir ifadeyle, herhangi bir malın ya da hizmetin, üretiminden satışına kadar farklı aşamalarında faaliyet gösteren, dolayısıyla aralarında alıcı-satıcı ilişkisi bulunan işletmeler bu tür bir birleşme yoluna gitmektedirler [Aşıkoglu vd., 2001:4].

Dikey şirket birleşmeleri, bir şirketin ya geriye doğru kendisine girdi sağlayan şirketlerle ya da ileriye doğru kendi ürününü satın alan şirketlerle birleşmesi şeklinde olur. Böylece şirketler, faaliyetlerinde önemli faydalar sağlayacak olan

tedarik, üretim ve pazarlama kaynaklarının kontrolünü de sağlamış olurlar [Green,1990:20]. Genellikle, bir malın üretimi için büyük yatırım harcamaları yapıldığında, riski azaltmak için, gerek satış gerekse tedarik yönünden yatırımı koruyucu dikey büyümeye gidilmesi zorunlu hale gelebilmektedir[Ceylan,2000: 285].

Geriye doğru birleşmede sağlanan faydalar iki türde incelenebilir. Bunlardan birincisi; girdilerin istenilen zamanda, istenilen kalitede, istenilen miktarda elde edilmesinin kontrol edilebilmesidir. İkincisi ise, şirketin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdilerin kendi yapısında daha az maliyetlerle üretiminin sağlanabilmesidir. Böylece hem şirketler açısından hem de tüketiciler açısından bir takım ek tasarruflar sağlanmış olur. İleriye doğru dikey birleşmelerde ise, şirketler pazarlama fonksiyonunda sinerji etkisinden yararlanırlar. Bu şekilde ürettikleri mal ve hizmetlerin pazarlanmasında bir takım avantajlar sağlarlar[Aşıkoğlu ve Sevil,1995: 49].

Dikey birleşmelerin olumlu yönleri, işlem giderlerinin, satın alma ve satış giderlerinin elimine edilmesi veya büyük ölçüde azaltılması, girdi özellikle kritik hammaddelerin sağlanmasının güvence altına alınması, işletmeler arası eşgüdümün iyileştirilmesi, teknolojik yenilik kapasitesinin artırılması, pazar payının artırılarak yeni rakiplerin pazara girişinin zorlaştırılması ve yeni rakiplerin cesaretini kırmak şeklinde özetlenebilir[Okka,1998:53].

Bu olumlu yönlerine karşı dikey birleşmenin olumsuz yönleri, alan firmanın sermaye ihtiyacını artırması, birleşen firmaların üretim kapasitelerinin farklı oluşu, hammadde yarı mamul sağlanmasında esnekliği azaltması belirli bir teknoloji ve faaliyet şekline bağımlılığı artırması, uzmanlaşmanın azalması ve hatta kaybolması şeklinde özetlenebilir. Bazı dikey birleşmelerde eksiler artılara ağır bastığından, söz konusu strateji her zaman olumlu sonuç vermemektedir [a.g.e.s.53]. Dikey birleşme sayısının artması bunun her zaman iyi ve verimli olduğu anlamına gelmez. Aşırı dikey birleşmeler verimsiz olabilirler[Brealey vd.,1997:610].

1.2.1.3. Dairesel Şirket Birleşmeleri

Aynı türe ilişkin birleşme olarak da adlandırılan bu birleşmede, genel üretim ya da dağıtım konusunu oluşturan mal ya da hizmet çerçevesinde yer alabilecek mal ya da hizmetlerin üretim ve dağıtımını denetim altına alabilme amacıyla birleşme çizgisi izlenmektedir. Bu tür birleşmelerde, firmalar arasında yatay ve dikey bir ilişki bulunmamakla beraber, birbiri ile ilişkili alanlarda faaliyet gösteren firmaların birleşmesi söz konusu olmaktadır. Örneğin, her ikisi de bankacılık sektöründe yer alan DESİYAB ve Turizm Bankası'nın birleşmeleri böyle bir birleşmeye örnek olarak gösterilebilir[Baş,1990:50].

Dairesel ya da aynı türden gelen büyümede pazarlama alanında oluşan kapasiteden yararlanmak için büyümeye gidilmiş olabilir. Tasarruf ve birikim kurumu olan bankalar genel bankacılık hizmetleri yanında sigortacılık, yatırım bankacılığı, sermaye piyasası işlemleri vb. gibi alanlara girdiklerinde dairesel birleşme söz konusu olmaktadır [Gönenli,1991:570].

1.2.1.4. Karma Şirket Birleşmeleri

Çok yönlü dağılma ile birleşmeler, 1960 ve 1970'li yıllarda yoğun bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır. Faaliyette buldukları iş kolu ve hatta endüstri sınıflandırmaları dahi ilgili olmayan üretim ya da süreçlerdeki işletmelerin, riski dağıtmak ya da finansman temellerini genişletmek üzere gerçekleştirdikleri işbirliğidir[Aşıkoğlu vd.,2001:4].

Ekonomik çeşitlendirme olarak da adlandırılan karma şirket birleşmeleri şirketlerin, farklı faaliyet alanlarına en kısa sürede girmelerinin hızlı bir yolu olarak görülmektedir. İşletme riskini azaltmak için birbirleriyle ilişkisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi olarak tanımlanabilecek olan karma birleşmeler, sıklıkla sabit teknoloji, farklı endüstrilerdeki mal ve hizmetlerin üretimini yapan şirketler arasında gerçekleştirilir. Diğer bir açıdan bakıldığında ise, karma birleşmeler firmaların stratejilerinin ana eksenini olarak etkin bir dağıtım ağının

kullanılması yolunu arayan şirketler arasında da gerçekleşebilmektedir [Green, 1990:20].

Karma birleşmeler alışılmış ve yaygın bir sınıflandırma olarak üç alt gruba ayrılmaktadır[Aydın,1990:12]:

- *Ürün Genişletme*; Bu tür birleşmelerde, birleşen şirketlerin üretim ve dağıtım bölümleri fonksiyonel olarak benzerdir ve üretilen ürünler bakımından şirketler arasında doğrudan bir rekabet bulunmamaktadır.
- *Pazar Genişletme*: Bu tür karma birleşmelerde, birleşen şirketler aynı ürünü üretirler, fakat farklı coğrafi pazarlarda pazarlama faaliyetinde bulunurlar. A bölgesinde ürünlerini üreten ve pazarlayan bir firmanın, B bölgesinde aynı faaliyette bulunan bir işletme ile birleşmesi bu tür birleşmeye örnek olarak verilebilir. Böylece birleşme yoluyla şirketler ürünlerini daha geniş alanlarda pazarlama imkanına kavuşmaktadırlar.
- *Saf Karma Birleşmeler*: Saf karma birleşmelerde, şirketler arasında ne üretim ne de pazarlama alanında herhangi bir ilişki bulunmamakta, birleşme tamamen farklı alanlarda faaliyette bulunan şirketler arasında yapılmaktadır. Günümüzde büyük firmaların çoğu, endüstriler arası veya teknolojiler arası çeşitlendirmeler şeklinde karma birleşmeler yoluna gitmektedirler.

Bu sınıflandırmanın yanı sıra birleşmeler için başka sınıflandırmalar da yapılmaktadır. Örneğin; iki tarafın da beraberce anlaşması sonucu gerçekleşen birleşmeler “dostça birleşme” olarak ifade edilirken, hedef işletmenin yöneticilerinin istememesine rağmen gerçekleşen birleşme ya da satın almalar “düşmanca birleşme” olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir sınıflandırma da birleşen işletmelerin aynı bünye içerisinde birlikte hareket etmelerine bağlı olarak “operasyonel birleşmeler” ya da birleşilmesine rağmen farklı alanlarda faaliyet gösteren firmalar için kullanılan “finansal birleşmeler” ayrımı yapılmaktadır [Brigham,1996:141-143].

1.2.2. Hukuki Yapılarına Göre Şirket Birleşmeleri

Hukuki yapılarına göre şirket birleşmeleri, biçimsel ve biçimsel olmayan birleşmeler olarak iki ana grupta incelenebilir.

1.2.2.1. Biçimsel Birleşmeler

Biçimsel birleşmeler, belli bir şekle(biçime) uygun olarak gerçekleştirilen işletmeler arası birleşme çeşitleridir. Biçimsel birleşmeler gerçekleşme biçimleri açısından; bağımsız birimlerin bağımsızlıklarını koruyarak oluşturdukları birleşmeler (Tröst, holding, konsorsiyum, satın alma) ve bağımsız birimlerin bağımsızlıkları ortadan kaldırılarak oluşturulan birleşmeler (Merger-birleşme, bütünleşme-consolidation, elegeçirme-take over) şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Biçimsel birleşme çeşitleri tröst, holding, konsorsiyum, satın alma, birleşme, devralma, ortak girişim ve ele geçirme olarak değişik başlıklar altında toplanabilir.

1.2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler

İşletmeler arasında rekabetin sınırlandırılması veya başka bir konuda işbirliği yapmak üzere oluşan ve belli bir biçime sahip olmayan birleşmelerdir. Bu birleşme biçiminde, işletmeler kendi hukuki varlıklarını sürdürmektedirler.

Biçimsel olmayan birleşmeler centilmenlik anlaşmaları, kartel, çıkar grupları, yönetim kurullarının aynı kişilerden oluşması nedeni ile işbirliği içinde çalışan işletmeler şeklinde ortaya çıkmaktadırlar.

Yukarıda genel olarak sınıflandırmaya çalıştığımız birleşmeler dünyada ve ülkemizde yaygınlaşmaları ile birlikte giderek daha fazla önem kazanmaya başlamış, bu durum yeni hukuksal düzenlemelere gidilmesi zorunluluğunu da beraberinde getirmiştir. Bu açıdan bakıldığında ülkemizde uzun yıllardır güncelliğini yitirmeyen ve kamuoyu önünde çeşitli yönleriyle tartışıla gelen

birleşmelerin başını sınır ötesi (cross-border) birleşmeler çekmektedir[Tüzün, 2000:1].

1.3. Şirket Birleşmelerinde Günümüz Eğilimleri

1.3.1.Sınır ötesi Şirket Birleşmeleri

Günümüzde dünya ekonomisi, hükümetler ve uluslar arası kurumlardan ziyade çokuluslu şirketler ve bankaların başı çektiği mali kurumlar tarafından yönlendirilir olmuştur. Yabancı ülkeler tarafından oluşturulmuş olan şirketler, finansmanı da başka ülkelere sağlayarak ürettikleri mal ve hizmetleri sınır ötesi tüketicilere ulaştırmakta ve hatta üretilen mallar nihai ürün haline alana kadar birkaç değişik ülkede üretim sürecinden geçebilmektedir[Alp,2000: 204].

Dünya ticareti ve sermaye hareketlerindeki bu değişim, işletme faaliyetleri ve yönetiminde de bir takım değişikliklere neden olmuştur. İşletmeler arası işbirliği artmış ve bu işbirliği farklı formlarda ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, son yıllarda şirket birleşmelerinde en çok göze çarpan eğilimlerden birisi, farklı ülkelerdeki şirketlerle birleşmeyi içeren sınır ötesi (cross-border) birleşme faaliyetlerinin hacmi ve ölçeğinin artmış olmasıdır[Copeland vd.,1994:408].

Günümüzde özellikle gelişmiş ülkelerin çokuluslu şirketleri, Doğrudan Yabancı Yatırımlarda, daha fazla uluslararası faaliyet gösterir hale gelmişlerdir. Tablo:1’de doğrudan yabancı yatırımlar ve sınır ötesi birleşmelerdeki değişim açık bir şekilde görülmektedir. Tabloya bakıldığında doğrudan yabancı yatırım girişi 1982’den 1999’a yaklaşık 14 kat artarken doğrudan yabancı yatırım stoku yaklaşık 8 kat artmıştır. Sınır ötesi birleşmelerin değeri 2000 yılında \$1 Trilyon düzeyine yaklaşmış, yabancı bağlı şirketlerin satışları ise, \$13.5 Trilyon seviyesine gelmiştir. Bugün uluslararası faaliyet gösteren şirketlerin yabancı ülkelerdeki bağlı şirketleri 40 milyonun üzerinde insanı istihdam etmektedir.

Tablo:1: Doğrudan Yabancı Yatırım ve Uluslar Arası Üretime Ait Seçilmiş Bazı Göstergeler

	Cari Fiyatlarla Değeri (Milyar \$)			Yıllık Büyüme Oranı (%)				
	1982	1990	1999-990	1986-1995	1991-1999	1996	1998	1999
DYY Girişi	58	209	865	24.0	20.0	31.9	43.8	27.3
DYY Çıkışı	37	245	800	27.6	15.7	27.0	45.6	16.4
DYY Stoğu	594	1761	4772	18.2	9.4	16.2	20.1	18.8
Sınır Ötesi Bir.	-	151	720	26.4	23.3	46.9	74.4	35.4
YBŞ* Satışları	2462	5503	13564	15.8	104	11.5	21.6	17.8
YBŞ İstihdamı (1000 Kişi)	17433	23605	40536	5.6	5.0	8.3	11.4	11.9

*YBŞ, Yabancı Bağlı Şirket anlamındadır.

Kaynak: UNCTAD; World Investment Report 2000:Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, United Nations Pub., New York- 2001,s.2.

Çok uluslu şirketler uluslararası üretim ağı kurabilmek için üretim faktörlerinde avantaj sağlamak veya yeni pazarlarda faaliyet gösterme çabası içindedirler. Bu tür şirketlerin yurt dışında faaliyet göstermelerinin en uygun ve hızlı yollarından birisi de başka bir şirket ile birleşmektir. Son yıllardaki eğilim, doğrudan yabancı yatırımlar içerisinde sınır ötesi şirket birleşmelerinin önemli bir yer tuttuğu yönündedir[UNCTAD,2001:7].

Ülkeler arası mal, sermaye ve emek hareketlerinin serbestleşmesi süreci olarak tanımlanan küreselleşme sonucu dünyanın küçüldüğü herkesçe kabul edilen bir görüştür. Dünyanın küçülmesi şirketlere tüm dünya üzerinde daha fazla iş yapma imkanı sağlamaktadır. Artık bir çok şirket ulusal pazarlar yerine tüm dünyayı pazar olarak görmektedir. Bu da, sınır ötesi birleşmelerin sayısının ve hacminin hızla arttığını göstermektedir[Esener,1997:36].

Bugün şirketleri uluslararası alanda faaliyet göstermeye ve global şirket olmaya yönelen birtakım “itici güçler” bulunmaktadır[a.g.e.,s.36].Bunlar;

- *Pazar kaynaklı itici güçler:* Homojen müşteri ihtiyaçları, global müşteriler, global kanallar, transfer edilebilir pazarlama;

- *Maliyet kaynaklı itici güçler:* Ölçek ve kapsam ekonomisi, öğrenme ve deneyim, kaynak bulma etkinliği, ülkelerdeki maliyetlerdeki ve becerilerdeki farklılıklar, ürün geliştirme maliyetleri;
- *Hükümet kaynaklı itici güçler:* Avantajlı ticaret politikaları, uyumlu teknik standartlar, ortak pazarlama kuralları;
- *Rekabet kaynaklı itici güçler:* Ülkelerin bağımsızlığı, globalleşmiş rakipler.

Sınır-ötesi birleşmeler yurt içi birleşmelerden farklı olarak daha karmaşık birleşme süreci içermesinin yanı sıra bir takım ek riskler de taşırlar. Kur riski olarak isimlendirilen bu durumdan uzaklaşmak için şirketlerin, bir takım riskten kaçınma yöntemlerine başvurmaları kaçınılmaz olur[Ward,1995:220].

Sınır-ötesi birleşme faaliyetlerinde riskten kaçınma yöntemlerinin uygulanmasında ise bir takım problemler bulunmaktadır. Bu problemlerden en önemlisi, birleşme faaliyeti sonucu oluşturulacak olan gelecekteki nakit akımlarının kesin olarak tahmin edilememesidir. Gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesindeki bu belirsizlik uygulanacak riskten kaçınma yöntemlerinden beklenen faydaları azaltmaktadır. Örneğin, sınır-ötesi birleşme yoluna gitmiş olan bir şirket, belirtilen risklerden kaçınmak için, bir satın alma opsiyonu sözleşmesi yaptığında, yurt içinde faaliyet gösteren bir işletmeye nazaran, nakit akımlarının belirsizliği riskini daha fazla dikkate almak zorundadır[Çelik,1999:27].

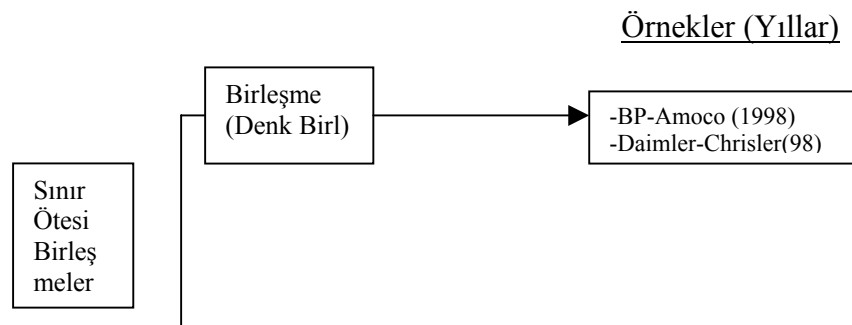
Gelişmiş ülkelerdeki şirket birleşmelerine bakıldığında Amerika'da bir asırlık geçmişe rağmen daha çok II. Dünya Savaşı sonrası başladığı görülmektedir. Söz konusu dönemden sonra ekonomik ve sosyal şartların hızla değişmesi, fiyatların ve kârların hızla artması işletmeleri birleşmeye iten başlıca faktörler olmuştur. Bu dönemde ilk birleşme hareketleri İngiltere'de 1954'lü yıllarda, daha sonra diğer Avrupa ülkelerinde de birleşme hareketleri dönemselsel bir süreç izlemiş ve ilk büyük patlama 1970'li yılların başlarında gerçekleşmiştir. Benzer gelişmeler 1980'li yılların ikinci yarısında devam etmiştir[Ertaş,1998:54].

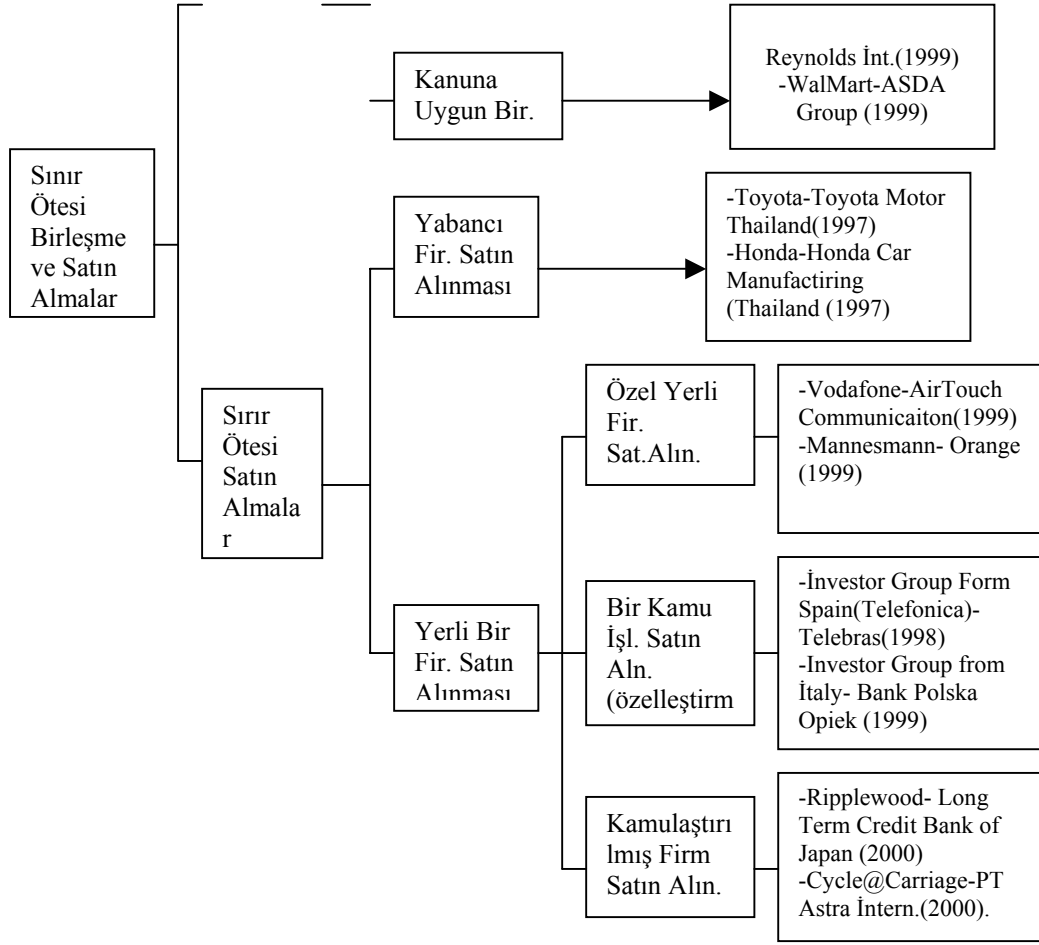
Şirket birleşmelerinin bu tarihsel gelişim süreci içerisinde, birleşen şirketlerin türleri ve bunların birleşme biçimleri bakımından her olayda önemli farklılıklar olmasına karşın, birleşme süreçlerindeki her dalga hisse senedi fiyatlarının canlı olduğu dönemlere rastlamıştır[Brealey vd.,1997:625]. Ancak birleşme faaliyeti ile sermaye piyasalarının performansı arasındaki ilişki tam olarak belirlenememiştir. ABD’de birleşmeler ile sermaye piyasaları arasında pozitif bir ilişki olduğu ispatlanabilmesine karşın, diğer ülkeler için deliller göreceli olarak çok daha azdır. Dolayısıyla bu ilişkinin genelleştirilmesi doğru bir yaklaşım olmayacaktır [Haque vd.,1995:563].

Son çeyrek yüzyıldaki uluslararası iş ortamı şirketler için tamamen yeni fırsatlar ve tehditler ortaya koymuştur. Çok uluslu şirketler artık daha karmaşık ve dinamik bir iş ortamında rekabet etmektedirler. Uluslararası pazar yapısı hedef müşteri kitlesine daha kaliteli seviyede ürün ve servis sunumunu gerekli kılmaktadır. Büyük firmalar artık eskisi gibi davranmamakta, yeni ürün geliştirilmesinde ve dağıtımında yaşanan yoğun rekabetle baş edebilmek için yeni organizasyon konfigürasyonlarını hayata geçirmek zorunda kalmaktadırlar. Eskiden birbirlerinin amansız rakibi olan şirketlerin artık araştırma ve üretimden, satış ve servise kadar her aşamada artan şekilde birlikte çalışma gayreti içerisinde oldukları gözlenmektedir.

Uluslararası rekabet nedeniyle hiçbir bağımsız firma; gerek ürün, fiyat ve kalite açısından, gerekse servis ve dağıtım açısından müşteri ihtiyaçlarını tamamıyla karşılayacak bir kapasiteye sahip değildir. Bugünkü uluslararası iş ortamında; piyasaların küreselleşmesi, teknolojik değişim ve yenilikler, uzak doğu kökenli çok uluslu şirketlerin piyasa hakimiyeti ve hükümet politikalarındaki değişiklikler, küresel ve katı rekabet olgusunu meydana getiren önemli eğilimleri ortadan

Şekil-1: Sınır- Ötesi Birleşme ve Satın Almaların Yapısı





Kaynak: UNCTAD; World Investment Report 2000:Cross-border Mergers and Acquisitons and Development, United Nations Pub., New York- 2001,s.100.

kaldırmaya başlamıştır. Bu nedenle gittikçe daha karmaşık hale gelen iş ortamındaki, çok uluslu şirketler, bu küresel arenada yaşayabilmek için organizasyon yapıları kadar stratejilerini de yeniden ele alıp gözden geçirmek durumunda kalmışlardır. Bu da beraberinde stratejik ortaklıkları, şirket birleşmelerini ve şirket satın almaları şeklindeki yeni alternatifleri uluslararası iş dünyasının gündemine taşımıştır. Böylece çok uluslu şirketlerin bütün kritik kaynakları kendi başlarına temin etmek yerine bu ihtiyaçlarını karşılamak için dış çevreye yönedikleri görülmektedir.

Ulusal bazlı birleşmelere göre sınır-ötesi birleşmeler daha fazla sayıda değişkeni içermektedir. Bu değişkenlerin başında da ülkelerin kendine özgü kültürel, hukuki ve ekonomik faktörleri gelmektedir. Sınır-ötesi birleşmelerde (dünyanın değişik yerlerinde faaliyet gösteren) farklı kültürlere sahip işletmelerin yeni bir işletme çatısı altında uyumlu bir şekilde çalışması ve iyi bir performans göstermesi kolay bir iş değildir. Bu nedenle yöneticilerin zamanlarının büyük bir kısmını milli karakter, kültürel değerler ve sosyal davranış gibi tanımları çok net olmayan konulara ayırması gerekmektedir. Her ne kadar kültürel yoğunluğa sahip şirketlerin birleşmeleri daha kolay olsa da, çatışmaların ve fikir ayrılıklarının olması yine de kaçınılmaz olacaktır. Kültürel engellere takılmamak için birleşmeyle ilgili temel konular üzerinde anlaşılır anlaşılmaz hızla sonuca gidilmesi büyük fayda sağlayacaktır[Aydemir,1998: 45-54].

1.3.2. Sınır Ötesi Şirket Birleşmeleri'nde Günümüz Eğilimleri

İlk önemli şirket birleşmeleri dönemselsel olarak ABD'de başlamıştır. Buna göre, bu ülkede ilk birleşme hareketleri 1885'lerde başlamış ve 1903'e kadar, ikinci önemli birleşme hareketleri ise 1919'larda başlamış ve 1930'lara kadar devam etmiştir. Üçüncü birleşme hareketi ise 1945'lerde başlamış ve halen günümüzde de devam etmektedir. Bu birleşmeler genelde ilk dönemde yatay, ikinci dönemde dikey ve üçüncü dönemde ise karma birleşmeler şeklinde olmuştur[Ertaş,1998:54].

Avrupa ve Amerika'da 1970'lerden itibaren şirketler için bir yeniden yapılanma süreci başlamıştır. Kıta Avrupa'sında 1985'ten bu yana tarihin ilk büyük birleşme dalgası yaşanmaktadır. Bu değişim süreci içerisinde, şirketler birleşme, satın alma, borçlanılarak satın alma (leveraged buy-out), ortak sayısını azaltarak halka kapanma gibi yöntemler kullanarak, büyüme, küçülme ya da el değiştirme yoluna gitmişlerdir [Zeybek,1996:9].

1980'li yıllarda yoğun bir şekilde artan ve 1990'lı yıllar boyunca da devam eden şirket birleşme ve devralmalarının birçok sebebi bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, nakit zengini şirketler diğer kârlı iş alanlarını araştırmakta veya yeni

alanlara kanalize olarak buldukları piyasa içerisindeki paylarını artırarak daha da zenginleşeceklerine inanmalarıdır. Ucuz finansman ve gelecek hakkındaki beklentiler bu birleşme dalgalarına daha da önemli bir ivme kazandırmaktadır. 1980'lerde görülen patlamanın 1990'larda görülen patlama ile birçok benzer ve farklı tarafları bulunmaktadır. Her ikisinin de arka planında fazlaca rağbet gören bir borsa ve finansman çarklarını yağlamak için gerekli yüksek seviyelerde banka kredileri mevcuttur. Ancak temel nedenler tamamen farklıdır. 1980'lerde, 1970'lerde yapılanan moda uygun kümelenmeler yıkılmış, düşük performans gösteren malların kıymetini yakalamak için düşmanca arayışlar içerisine girilmiştir. Bu tip işlemlerin ekonomisi genellikle satın alınan şirketlerdeki maliyetlerin düşürülmesine dayalıdır[Black vd.,1998:109].

Dünya çapında sınır ötesi birleşme ve devralmalar, yerli firmalar veya yerli ve yabancı firmalar arasında, geçen 20 yıllık sürede, yıllık ortalama %42 büyüyerek, 1999 yılında 2.3 trilyon \$'a ulaşmıştır. Bu sürede 24.000'den daha fazla birleşme gerçekleşmiştir. Bu periyotta, 2 birleşme ve satın alma dalgası bulunmaktadır; 1980'lerin sonları ve 1995'ler. Bu iki periyot da, nispeten yüksek ekonomik büyüme ve yaygın bir endüstriyel yapılanmaya sahiptir[UNCTAD,2000:106].

1990'ların yarısından sonra 1 milyar doların üzerindeki (mega) birleşmelerin sayısının fazla olmasına rağmen, son yıllardaki ilişkilerde bu paraleldedir. 1999 yılında 109 büyük birleşme meydana gelmiştir. Bunların çoğu da gelişmiş ülkelerdeki firmalar arasında meydana gelmiştir. 1999, 1998, 1997 ve 1996 yıllarında ise sırasıyla 109, 86, 64 ve 43 birleşme meydana gelmiştir ve bunların değerleri ise 1996 yılından itibaren sırasıyla 94, 129.2, 329.7 ve 500.8 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir[a.g.e.,s.107]. Aşağıdaki Tablo-2'de bu gelişmeler daha ayrıntılı olarak verilmiştir.

Sınır ötesi şirket birleşme ve devralmaları 2000 yılında da adeta patlamış ve tarihi rekorunu kırmıştır. 2000 yılının ilk çeyreğinde birleşen şirketlerin sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %68 oranında artmıştır. 2000 yılının ilk üç ayında dünyadaki birleşmelerin parasal değeri 1.14 trilyon \$'a ulaşmıştır[TOBB, 2000:30].

Büyük ölçekli sınır ötesi birleşmeler genel olarak gelişmiş ülkelerdeki çokuluslu şirketler arasında gerçekleşmektedir. Avrupa ülkeleri tüm bölgeler içinde, sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin en yüksek seviyede olduğu ülkelerdir. Özellikle, Avrupa Tek Para Birimi EURO'ya geçişle birlikte artan fiyat şeffaflığı ve artan rekabet, şirketler üzerinde yeniden yapılanma ve birleşme baskılarını arttırmıştır. Avrupa şirketlerinin, sadece yerel değil global bir oyuncu olma isteği de bunu katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, bilişim teknolojisindeki gelişim ile uzaktan şirket yönetebilmenin getirdiği kolaylık, finans piyasalarındaki yeni uygulamalar ve deregülasyon, şirket satın alarak büyüme stratejisini daha da cazip hale getirmiştir. Tüm bunların sonucunda Avrupa kıtasında gerçekleşen birleşmelerin değeri 1.2 milyar \$ olmuştur[Yalaza,2000:9]. Aşağıdaki Tablo-3'de sınır ötesi birleşme ve satın almaların bölgelere göre dağılımı verilmiştir.

Dünya ekonomisindeki birleşmelerin liderliğini ise ABD elinde tutmaktadır. ABD'de yılın ilk çeyreğinde, birleşen şirketlerin sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %68 oranında artarak, 578 milyar \$'a ulaşmıştır. ABD'deki birleşmeler genellikle teknoloji sektöründe gerçekleşirken, Time Warner ile America Online'ın 160 milyar \$'lık birleşmesi yılın en büyük birleşmesi olmuştur. Seagate Technology ve ABD'nin bir numaralı bilgisayar disk sürücüsü üreticisi Veritas Software'nin 20 milyar \$'lık birleşmesi, ABD'deki maddi değeri açısından en büyük ikinci birleşme olmuştur[TOBB,2000:30].

Tablo-2:1987-1999 Yılları Arasında 1Milyar \$ Üzerindeki Sınır Ötesi Birleşme ve Devralmalar

Yıllar	Birleşme Sayısı	Toplamın %'si	Değer (Milyar \$)	Toplamın %'si
1987	14	1.6	30.0	40.3
1988	22	1.5	49.6	42.9
1989	26	1.2	59.5	42.4
1990	33	1.3	60.9	40.4
1991	7	0.2	20.4	25.2
1992	10	0.4	21.3	26.8
1993	14	0.5	23.5	28.3

1994	24	0.7	50.9	40.1
1995	36	0.8	80.4	43.1
1996	43	0.9	94.0	41.4
1997	64	1.3	129.2	42.4
1998	86	1.5	329.7	62.0
1999	109	1.7	500.8	69.6

Kaynak: UNCTAD; World Investment Report 2000:Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, United Nations Pub., New York- 2001,s.108.

Avrupa’da ise şirket birleşmeleri, 2000 yılının ilk çeyreğinde, geçen yıla oranla %45 oranında artmıştır. Üç ayda Avrupa’da, toplam 341.42 milyar \$’lık birleşme gerçekleşmiştir. Büyük birleşmelerin dışında Avrupa’da 3.714 şirket birleşmesi gerçekleşmiştir. Avrupa’nın en büyük birleşmeleri ise, İngiliz ilaç firması Glaxo Wellcome ile SmithKline Beecham’ın 76 milyar \$’lık birleşmesidir. İkinci dev birleşme ise, Almanya’nın iki büyük bankası Deutsche Bank ile Dresdner Bank arasında 29 milyar \$’a gerçekleşmiştir[a.g.e,s.30].

AB bünyesinde İç Pazar’da 1997-1999 döneminde sınır ötesi yatırımlar çerçevesinde yabancı doğrudan yatırımlar başta olmak üzere birleşme ve devralma faaliyetlerinde belirgin bir artış yaşanmıştır. Söz konusu faaliyetlerin yanı sıra diğer hizmetler sektörlerindeki paralel gelişmeler de İç Pazar entegrasyonunu iyi yönde etkilemektedir[Varış vd.,2000:111].

Özellikle AB içerisindeki yabancı yatırımcıların birleşmeler ve ele geçirme faaliyetleri 1997 ve 1999 sürecinde iki kat artış kaydetmiştir. Bu artış hiç kuşkusuz firmaların özellikle Avrupa Para Sisteminin AB entegrasyonunu ivmeleyici etkisiyle yeniden şekillenen AB pazarında büyüme stratejileriyle rekabet edebilme ve yeni potansiyel yatırım fırsatlarını yakalama hedefinin bir sonucudur. Birlik içi ve dışındaki ticaret hacminin 1993 yılından itibaren yükseliş trendinde olması AB entegrasyon sürecini daha da hızlandırmaktadır[a.g.e,s.112].

Sınır ötesi birleşmeler, özellikle bankacılık- finans, kimya, ilaç, telekomünikasyon ve medya sektörlerinde yoğun olarak devam etmektedir[UNCTAD,2001:123].

Tablo-3:1990-1999 Arası Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almalar(Milyar\$)

	Satışlar	Satın Almalar
--	----------	---------------

Bölgeler/Ekonomiler	1990	1995	1997	1998	1999	1990	1995	1997	1998	1999
Gelişmiş Ülkeler	134.2	164.6	234.7	445.1	644.6	143.2	173.7	272.0	511.4	677.3
Avrupa Birliği	62.1	75.1	114.6	187.9	344.5	86.5	81.4	142.1	284.4	497.7
ABD	54.7	53.2	81.7	209.5	233.0	27.6	57.3	80.9	137.4	112.4
Japonya	0.1	0.5	3.1	4.0	15.9	14.0	3.9	2.7	1.3	9.8
Gelişen Ülkeler	16.1	15.9	64.3	80.7	63.4	7.0	12.8	32.4	19.2	41.2
Afrika	0.5	0.2	1.7	0.7	0.6	-	0.1	-	0.2	0.4
L.Amerika ve Kryb.	11.5	8.6	41.1	63.9	37.2	1.6	4.0	10.7	12.6	24.9
Avrupa	-	-	-	-	0.3	-	-	-	-	-
Asya	4.1	6.9	21.3	16.1	25.3	5.4	8.8	21.7	6.4	15.9
Pasifik	-	0.1	0.3	-	0.1	-	-	-	-	-
Orta ve Doğu Avrıp.	0.3	6.0	5.8	5.1	10.3	-	0.1	0.3	1.0	1.6
Dünya	150.6	186.6	304.8	531.6	720.1	150.6	186.6	304.8	531.6	720.1

Kaynak: UNCTAD; World Investment Report 2000:Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, United Nations Pub., New York- 2001,s.108.

1990'lardaki şirket birleşme ve ele geçirme faaliyetleri daha çok ana faaliyetlerin geliştirilmesine dayanıyordu. Hedef global büyüklüğe erişmek ve en üst seviyede gelir artışını sağlamaktı[Black vd.,1998:109]. Ancak son dönemlerde artarak devam eden birleşmeler artık eskiden olduğu gibi yeni piyasa avantajları kazanmak veya değerinin altında işlem gören şirketleri ucuza kapatmak gibi saldırgan bir stratejinin değil, talep daralması ve piyasa hacminin düşmesi(silah sanayi), mal fiyatlarının düşmesi(petro-kimya sanayi), kapasite aşımına bağlı arz fazlası olması (otomotiv sanayii), yeni ürün geliştirme ve patent maliyetlerinin çok yüksek seviyelere çıkması(kimya ve ilaç sanayii), teknolojik gelişme ve artan rekabete bağlı olarak ürün/hizmet standartlarının hızla değişmesi(finans, iletişim ve bilişim sektörler) gibi etkenler nedeniyle şirketlerin benimsemek durumunda kaldıkları savunma stratejilerinin bir sonucudur[Turhan, 1999:13].

1.3.3. Türkiye'de Şirket Birleşmeleri

Türkiye'de ilk şirket birleşme örnekleri 1800'lü yılların sonlarında görülmesine karşın, uzunca bir süre birleşmelerde daha çok grup içi zordaki şirketlerin

kurtarılması amacı ağır basmıştır. Başlangıçta birleşme örneklerine bankalarda daha sık rastlanırken zamanla her türden şirketler arasında birleşme örnekleri ortaya çıkmaya başlamış ve yabancı şirketlerle birleşmeler de zaman zaman hız kazanmıştır. Birleşme konusunda çok büyük hukuksal engel olmamasına karşın, büyük şirketlerimizin aile şirketi niteliği taşımaları, şirket sahiplerini yönetimi ellerinden kaçırma kaygısı ile özellikle grup dışı şirket birleşmelerine karşı isteksiz olmaya itmiştir[Gürbüz,2000:63].

Türkiye'deki şirket birleşmeleri daha çok 1950'li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde ithal ikamesi amacıyla yeni teknoloji elde etme çabalarının bir sonucu olarak yabancı şirketlerde birleşme örneklerine de rastlanmıştır. 1980 sonrasında daha çok görülmeye başlayan şirket birleşmelerinin altında yatan nedenler 1950'lerdekinden farklılık taşımaktadır. Bankacılık sektöründeki birleşmelerin yanı sıra özel sektörde de birleşmelere rastlanmasına, uygulanan ekonomik politikaların büyük etkisi olmuştur[Tatoğlu, 2000:4].

Türkiye'de 1980'li yılların sonlarına doğru başlayan şirket birleşmelerinin 1990'lı yılların ortasında da ivme kazanarak devam ettiğini görmekteyiz. Şirketler küreselleşme ile birlikte en büyük olmak, en fazla müşteriye sahip olmak, bünyesinde tüm hizmet ve ürünleri kapsayabilmek için birleşmelere yönelmişlerdir. Artık şirketlerin küçük ve yerel olup başarma şansları yoktur ve bu nedenle de büyük ve küresel olmak zorundadırlar. Bunun için de dünyanın her yerinde faaliyette bulunmaları ve var olmaları gerekiyor. Dolayısıyla, dünyadaki birleşmelere bakıldığı zaman, iki faktörün ön plana çıktığı görülüyor [Bozkuş,2000:58]. Coğrafi anlamda dünyanın tamamına seslenmek ve stratejik olarak da ürün yelpazesini tamamlayabilmektir.

Türk şirketlerini, şirket birleşmeleri ve iş ortaklıkları kurulması yolunda engelleyen hususlar arasında kültürel nedenler başta gelmektedir. Türkiye'deki çeşitli ölçeklerdeki şirketler henüz aile şirketi durumundadır ve ailenin yönetimindedirler. Profesyonel yönetime geçiş aşaması henüz tamamlanmış değildir. Aile

yönetimindeki şirketler ise hiçbir zaman ellerindeki kontrolü kaybetmek istememekte ve bu nedenle de stratejik iş ortaklıklarına ve birleşmelere sıcak bakmamaktadırlar.

Kendine aşırı güven, başkalarının daha başarılı olabileceğini kabul etmeme gibi psikolojik faktörler de birleşme ve iş ortaklıklarının önünde başka bir engeli oluşturmaktadır. Bununla birlikte şirketler henüz küresel rekabetin etkilerine maruz kalmadıklarından, kar marjları açısından zorlanmamaktadırlar. Küresel rekabet baskılarının artmasıyla birlikte, karlı olmaktan çıkan şirketlerin birleşmeye ve başka şirketlerce satın alınma eğilimine girecekleri beklenmektedir [Tatoğlu ,2000:4].

Bugün Türkiye'deki şirketlerde kurumsallaşma halen en büyük sorun oluşturmaya devam etmektedir. Belli başlı birkaç holding dışında aile şirketleri ve holdinglerin kurumsallaştığını söylemek oldukça güçtür. Kurumsallaşmamış ve aile tarafından doğrudan yönetilen bir şirketin bir yabancı şirket ile birleşmeye gitmesi, ailenin buna karar vermesi anlamında oldukça zor olmaktadır. Aileler, özellikle birinci ve ikinci kuşak iş başında ise, birleşmelere pek sıcak bakmamaktadırlar [Bozkuş, 2000:58].

Türkiye'de şirket birleşmeleri daha çok getirilen vergi avantajları nedeniyle, aynı holding bünyesinde yer alan iki şirketten zarar eden şirketin kârlı şirketle birleştirilmesi şeklinde olmuştur. Ancak Türk şirketlerinin birleştirilmesindeki yegane neden, vergi avantajlarından yararlanmak değil, ayrıca zor durumda olan bir şirketin daha ucuza alınabilmesi, borç kapasitesinin genişletilebilmesi ve belirli bir pazara girebilmesi gibi nedenlerdir.

Vergi avantajları veya zordaki şirketlerin ucuza alınabilme fırsatlarını değerlendirme yanında, Türkiye'de daha değişik amaçlarla yapılmış birleşmeler de bulunmaktadır. Örneğin; otomobil yan sanayiinde üretim yapan Ege Endüstri A.Ş. ile ambalaj sanayiinde üretim yapan Karteks A.Ş. riski dengelemek amacıyla çeşitlendirmeye gitmek için birleşmişlerdir. Diğer bir örnek de Sabancı Holding'in İsviçre pazarına girebilmek için Henfty Şirketi'ni satın almasıdır. Ayrıca son yıllarda ülkemizde

artan bir hızla yabancı firmaların Türkiye'deki şirketlerle birleştikleri de gözlenmektedir[Tekstilbank,1996:17; TRK,2001:1].

Türkiye'de şirketler, birleşmeleri gündemlerine almakta oldukça geç kalmışlardır. 1990'lı yılların başından itibaren dünya şirketlerinin stratejileri içinde birinci sırada yer alan şirket birleşmeleri, yabancı şirketlerin hem teknolojide hem de dış piyasalarda daha da güçlenmelerini sağlamış ve Türk şirketleri ile yabancı rakipleri arasındaki farkın açılmasına neden olmuştur.

Bugün faaliyet alanlarının uluslararası bir ölçüğe çıkması, diğer bir ifadeyle dünyanın globalleşmesi kalıcı ve anlamlı bir başarı için güçlerin birleştirilmesine duyulan ihtiyacı her geçen gün daha da arttırmaktadır. Bu bakımdan Avrupa Birliği'ne aday bir ülkede, özellikle birlik içerisinde ülkemizdeki mevcut şirketleri alma yolunda doğacak akımlar dikkate alındığında, birleşmelerin (isteyerek veya zoraki) hızlanarak artacağını söylemek mümkündür[Gürbüz, 2000:64].

Türkiye'nin şirket birleşmelerinde diğer ülkelerin gerisinde kalmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- *Halka açık şirketlerin azlığı:* Bugün İMKB'ye kayıtlı ve hisse senetleri işlem gören 320 civarında şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerden yaklaşık 30 tanesinin de tahtası değişik nedenlerden dolayı kapalıdır ve işlem görmemektedir. Gelişmiş ülkelerdeki halka açık şirket sayıları ile Türkiye'deki halka açık şirket sayılarını karşılaştırdığımızda, Türkiye açısından bu sayının oldukça az olduğu açık bir şekilde görülecektir. Bunun yanında Türkiye'deki şirketlerin halka açıklık oranları da oldukça düşüktür. Gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin halka açıklık oranları %75-80 oranında iken bu oran Türkiye'de %25 civarındadır[Birgili ve Sakarya, 2001:81].
- *Şirketlerin daha çok aile şirketleri şeklinde yapılanması:* Grup içi şirketlerin bir birlerine fon kullandırmaları, grup içi şirketler arası mal ve hizmet

fiyatlarının grup dışı şirketler arasında oluşan fiyatlardan farklı olması gibi konular yatırımcıların bu şirketlere olan güvenlerini azaltmaktadır.

- *Yüksek Enflasyon:* Türkiye’de uzun yıllar yüksek enflasyon yaşanmasına rağmen bir çok şirkette hala Enflasyon Muhasebesi uygulanmamaktadır. Bu durum, şirket varlıklarının ve özellikle gayrimenkul ve sabit varlıkların gerçekçi değerlendirilmemesine neden olmaktadır.

Ancak tüm bu nedenlere rağmen Türkiye’de de artık şirket birleşmeleri yapılmaktadır. Rekabet Kurulu kayıtlarına göre Türkiye’deki şirket birleşmeleri genellikle Türk şirketlerine yabancı ortak alımları şeklinde olmaktadır. Bugün itibariyle Türkiye’de Rekabet Kurulu(TRK) tarafından izin verilmiş olan birleşmelerin sayısı 108’dir[TRK,2001,s.1]. Gelecek dönemlerde de bu sayının giderek artış göstereceği beklenmektedir.

Türk işletmelerinin bu güne kadar birleşme ve satın alma konusunda oldukça muhafazakar davranmalarına rağmen, varlıklarını sürdürebilmeleri için birleşme hareketlerine katılmaları biraz da zorunluluk temeline dayanarak (ithalat, döviz ve hammadde sağlamada avantajlı duruma gelme, devlet teşviklerinden daha geniş ölçülerde yararlanabilmek, vergisel avantajlar sağlama, Avrupa Tek Pazarında rekabetçi güç odaklarından yararlanma, finansal dar boğazlardan daha az etkilenme, teknolojik yeniliklere ayak uydurma, reel faiz hadlerinin etkisinden kurtulmak) hareketlilik kazanmıştır[Yaman,2000:51.

2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ VE BİRLEŞME SÜRECİ

2.1. Şirket Birleşmelerinde Sinerji

Şirket birleşmelerinin altında çok değişik nedenler olmakla birlikte bunlar genellikle “sinerji sağlamak” başlığı altında toplanmaktadır. Bugün, birleşme ve satın almaların en büyük avantajlarının sinerji sağlanması olduğu genel kabul görmüş bir

olgudur. Buna göre, iki şirket birleştiğinde şirketlerin tek tek sahip oldukları kaynaklar birleşmeden sonra daha etkili kullanılacak ve şirketin rekabet gücünü, pazar payını, teknolojik yapısını, vb. durumlarını arttıracaktır. Ancak birleşmelerin her zaman pozitif sinerji sağlamadıkları ve hatta yapılan birleşmelerin % 60'a yakınının başarısız olduğunu yapılan değişik araştırmalar ortaya koymuştur.

Birden çok şirketin bağımsız olarak faaliyet gösterirken faaliyetlerini bir araya getirerek birleşme yoluna gitmeleri için, bu şirketlerin ek bir kazanç elde etmeyi bekliyor olmaları gerekir. Birbirlerinden bağımsız olarak faaliyet gösteren şirketler, birleşme sonunda gelecekteki nakit akımlarında bir artış beklediklerinde birleşirler. Bunun yanında birleşme sonucunda şirketler risklerini azaltarak hisse senedi sahipleri için reel faydalar sağlayabileceklerini umdukları zaman da birleşme yoluna gideceklerdir. Bu faydalar genel olarak sinerji olarak tanımlanmaktadır[McLaney,1994:351].

Bir sistemi oluşturan unsurların birleştirilmiş faaliyetlerinden elde edilen toplam sonucun, tek tek bütünü oluşturan unsurların faaliyetlerinden elde edilen sonuçların toplamından daha büyük olması olarak tanımlanan sinerji, şirket birleşmelerinde, birleşen şirketin değerinin, birleşmeden önce ayrı ayrı şirketlerin değerlerinin toplamından daha büyük olması şeklinde de tanımlanabilir [Brigham, 1996:133].

Birleşme sonucunda oluşan şirketin finansal, faaliyetssel ve yönetsel etkinlikleri firmaların ayrı ayrı sahip oldukları etkinliklerden fazla olacağı için oluşan yeni şirketin öz kaynaklarının piyasa değeri, bu şirketlerin birleşmeden önceki öz kaynak piyasa değerleri toplamından büyük olacaktır. Bünyesinde birleşilecek (A) şirketinin birleşmeden önceki öz kaynak piyasa değerini (PD_A), bünyeye katılacak, (B) şirketinin piyasa değerini (PD_B) ve birleşmeden sonra oluşacak (C) şirketinin öz kaynak piyasa değerini de (PD_C) sembolleri ile gösterirsek;

$PD_C > PD_A + PD_B$ olacaktır.

Birleşmeden sonra oluşan (C) firmasının öz kaynak değeri ile (A) ve (B) şirketlerinin öz kaynak piyasa değerleri toplamı arasındaki fark birleşme sonucu oluşan brüt kazanç yani sinerjidir[Sarıkamış, 1999a:7].

Buna göre sinerji(Brüt Kazanç) aşağıdaki gibi formüle edilebilir;

$$\text{Sinerji (Brüt Kazanç)} = PD_C - (PD_A + PD_B)$$

Bu kazanca birleşmenin getireceği giderler de dahildir. Giderler düşüldükten sonra birleşmenin sağlayacağı net kazanca ulaşılabacaktır.

Şirket birleşmelerinde devralan işletme, devrolana bir prim de ödemektedir. Örneğin; hisse senetleri 25,000 TL'den işlem görüyorsa %10 veya %20 daha yüksek bir bedel ödenir. Böylece hisse senetleri 30,000 TL'den alınmış olur. Ancak A işletmesi ile B işletmesi ödenecek prim konusunda pazarlığa başlamadan önce sinerjinin değerini belirlemek isterler. Bu da farklı yöntemlerle belirlenebilmektedir, ancak en yaygın ve tutarlı olanı İskonto Edilmiş Nakit Akışı yöntemidir[Berk,2000:466]. Buna göre sinerji;

$$\text{Sinerji} = \sum_{i=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t} \text{ olarak ifade edilebilir.}$$

Formüldeki; ΔCF_t ; birleşme sonucu oluşan C işletmesi ile A ve B işletmelerinin t zamanındaki nakit akışları arasındaki farktır. Diğer bir ifade ile birleşmenin sağladığı ek nakit girişlerini ifade etmektedir. r ise, birleşmeden sağlanan ek nakit akımları için riske göre düzeltilmiş iskonto oranını, diğer bir ifade ile hissedarlar tarafından istenen getiri oranını ifade etmektedir.

Formülde yer alan nakit akışları daha açık olarak şu şekilde ifade edilebilir;

$$\Delta CF_t = \Delta Gt - (\Delta Mt + \Delta Vt + \Delta SGt)$$

Burada; ΔG_t ; birleşmenin sağladığı ek geliri, ΔM_t ; birleşmenin getirdiği ek maliyetleri, ΔV_t ; birleşmeden kaynaklanan ek vergileri ve $\Delta S G_t$; birleşmeden kaynaklanan ek sermaye ihtiyaçlarını göstermektedir.

Bu şekilde hesaplanabilecek olan sinerji etkisi, birleşme faaliyetlerinin gerçekleşip gerçekleşmemesi konusunda, karar vericiler açısından yol gösterici olur. Her ne kadar pozitif bir sinerji olmadan şirketlerin birleşebilecekleri konusunda bulgulara rastlanmaktaysa da, firmalar başka bir firma ile birleşmek için pozitif bir sinerjinin meydana geleceğinden emin olmak isterler[Anslinger ve Copeland, 1999:61].

Şirketlerin birleşme yoluyla sinerji elde etmek için, hem içsel hem de dışsal unsurlarını göz önünde bulundurmaları gerekir[Green,1990:15]. Şirketlerin göz önünde bulundurmaları gereken içsel unsurlar; şirketin, varlıkları, işgücünün niteliği, genişleme veya işletme sermayesi oluşturabilme yeteneği, üretim teknolojisinin bugünkü durumu, üretilen çeşitli ürünler arasında kaynakların dağıtımını, yeni durumlar karşısında organizasyon yapısının genişleyebilirliği ve uyum gösterebilme yeteneği gibi firmanın genel karakterlerini içermektedir.

Dışsal unsurlar ise, endüstride çeşitli üretim hatlarındaki rekabet düzeyi, pazar talebinin şimdiki ve potansiyel büyüklüğü, üretim süreçleri ve teknolojiler, işgücü ve sermaye piyasalarındaki durum, işletme çevresiyle ilgili hukuki düzenlemeler gibi unsurlardan oluşmaktadır.

Birleşmeye karar veren iki işletmenin “birleşme görüşmelerine” başlamadan önce, sinerji etkisini belirleyebilmeleri, birleşme görüşmelerinin başarılı bir şekilde sonuçlanması olasılığını arttıracaktır. Bu durum şirketlere, birleşme görüşmelerinde daha avantajlı konumda bulunma imkanı sağlar[Ross vd., 1993:834].

Sinerji etkisi şu nedenlere bağlanabilir[Sarıkamış,1999a:7; Türko, 1999: 585];

- Faaliyet etkinliğinin artmasına bağlı olarak işletme giderlerinin azalması ve kâr marjının artması,

- Firmanın finansal düzelmesine bağlı olarak sermaye maliyetinin düşmesi,
- Birleşen firmalardan birinin veya ikisinin birleşmeden önceki yönetim etkinliklerindeki zayıflığın kalkması,
- Pazar etkinliğinin artırılması,
- Dikey ve yatay birleşme oluşturuluyorsa birleşmenin avantajlarının ortaya çıkması.

İşletmelerin büyümesi yoluyla ortaya çıkan sinerji etkisi genellikle şu unsurlardan kaynaklanmaktadır[Çelik,1999:8];

i. Büyüme sonucunda yetenekli yönetici ve personel çalıştırma imkanlarının artması: Büyük işletmelerin sektördeki üretim payları arttığında, o sektördeki ortalama ücretlerde yükselecektir. Sektörde ortalama ücretlerin artması ise işletmenin daha yüksek ücretler ödeyerek yetenekli yönetici ve personeli çalıştırabilmelerine imkan sağlamaktadır. Yetenekli yönetici ve personel çalıştırma, işletmenin piyasa değerinin yükselmesine neden olan önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir.

ii. İşletme riskinin azaltılması: İşletmeler büyüme stratejisi izleyerek ürün farklılaştırılmasını daha rahat gerçekleştirebilirler. Bu şekilde işletmeler farklı ürünleri üretim programlarına alarak işletme risklerini azaltabilirler.

iii. Büyük ölçekte faaliyette bulunmanın maliyetleri azaltması: İşletmelerin daha büyük ölçekte faaliyette bulunarak maliyetlerini düşürmesi, diğer şartlar sabit iken işletmelerin rekabet güçlerini artırır. Bu hem ulusal pazarlarda ve hem de uluslararası pazarlarda işletmenin rekabet konumunu güçlendirir. Bu şekilde işletmelerin sektördeki diğer işletmelerle rekabet etmesinde önemli etkisi olan fiyatlar, ölçek artışından kaynaklanan maliyetlerin azalması yoluyla düşmektedir [Akgüç,1994:861].

iv. *Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin daha ekonomik ve etkin şekilde yürütülmesi:* İşletme literatürünün büyük kısmında, ar-ge ve yeniliklerin daha büyük şirketler ve bütünleşmiş sektörlerde gerçekleştiği görüşü savunulmaktadır. Buna göre büyük şirketler daha fazla kaynağını ar-ge faaliyetlerine ayırabildikleri için daha fazla yenilik oluşturabilmektedirler.

v. *Şirket değerlemesinde kullanılan iskonto oranının düşmesi:* Büyük şirketler değerlendirilirken, nakit akımları genellikle daha düşük bir iskonto oranı ile iskonto edilirler. Nakit akımlarının daha düşük bir iskonto oranıyla iskonto edilmesi, şirket için daha yüksek bir pazar değeri hesaplanmasına neden olur[a.g.e,s.861].

Artan sermayenin maliyetinin, büyük şirketlerde küçük şirketlere göre daha az olması da iskonto oranının daha düşük hesaplanmasına neden olmaktadır. Büyük şirketlerde, hisse senetlerinin büyük miktarlarda ihraç edilmesinden dolayı artan sermayenin birim başına maliyetinin daha düşük olması söz konusu olmaktadır.

Şirketler genelde birleşmenin sinerjik faydasından istifade etmek için bu yola başvurumaktadırlar. Ancak yapılan araştırmalar, sadece bu yaklaşıma göre hareket eden şirketlerin değerli stratejik fırsatları kaçırdığını göstermiştir. Yaklaşık bir yıl süren bir araştırmanın sonucuna göre, şirketlerin sinerjik olmayan bir strateji izleyerek de birleşmelerden kâr edebileceklerini göstermiştir[Anslinger ve Copeland, 1996:60].

Ancak hala bir çok şirket stratejisti, sinerjik olmayan şirketleri alarak da başarılı olunabileceğini inanmayı reddetmektedir. Bu tereddüt, günümüzde sinerjik olmayan şirketleri alanların hareket tarzına ilişkin yanlış düşüncelerden kaynaklanmaktadır [a.g.e,s.61]. Bu yanlış düşüncelerden birisi, finansal alıcıların piyasada iyi zamanlama yaparak şirketleri düşük bir fiyata aldıkları ve yüksek bir fiyata sattıkları inancıdır. Oysa yapılan araştırma sonuçlarına göre, finansal alıcılar da diğer alıcılar gibi, önemli ölçüde piyasa fiyatının üzerine çıkmaktadırlar.

İkinci yanlış düşünce ise, yüksek düzeyde borçlanarak yapılan bir alımın, şirket yöneticilerini disipline edeceği inancıdır. Yapılan araştırmada görülen finansal alıcılar ise, yüksek düzeyde borçlanmanın aldıkları şirketin yöneticilerinin karar alma sürecini etkilemesini ve esnekliklerini kaybettirmesini engellemek için bilinçli bir çaba sarf etmektedirler.

İşletmeler, etkili bir birleşme gerçekleştirebilmek için bir birleşme veya satın alma işleminden önce aralarında sinerjinin bulunup bulunmadığını araştırmalıdır. Eğer birleşme stratejisi işletmelere bir yarar sağlamayacaksa bu stratejiye gerçekleştirmek, zaman ve maliyet kayıplarına neden olabilir[Aydemir ,1995:38].

2.2. Şirket Birleşmelerinde Sinerjiyi Doğuran Nedenler

Şirketleri birleşmeye götüren nedenleri, değer meydana getirici nedenler yada alıcı ile satıcı açısından nedenler olarak incelemek mümkündür[Tatoğlu,2000:4]. Değer meydana getirici nedenler, ortak kullanımlarla verimliliği arttırmak, tamamlayıcı alanlarda faaliyet gösteren firmalar arasındaki sinerjilerden faydalanma, pazar payını büyütme, yeni pazarlar elde etmek, riski yaymak, rekabet gücü elde etmek, karlı yatırım yapmak, saklı değerleri ortaya çıkarmak ve yönetim iyileştirilmesini içerir. Satıcı açısından ise, bu nedenler şöyle sıralanabilir; Finansal nedenler, şirket sahibinin yapmış olduğu maddi ve manevi yatırımın karşılığını almak istemesi, finansal kısıtlamaların şirketin büyümesi için engel teşkil etmesi. Yönetim devamlılığı açısından aile şirketlerinde yaşlılık, hastalık, emekli olma isteği ve firmayı devam ettirecek aile bireyleri olmaması, ortaklar arası anlaşmazlık. Stratejik nedenler arasında ise belli bir büyüklüğe ulaşmış firmanın, artık kurumsallık, dağıtım ağları, finansal güç, uluslararası erişim, teknolojik markalar ve yeni pazarlara ulaşmak istemesi sayılabilir.

Şirket birleşmelerinde, birleşmelerden beklenen sonuçlar çeşitli etkenlerden dolayı farklılık göstermekle birlikte, temel olarak belli birtakım beklentilerden kaynaklanmaktadır. Bunlar nakit akım riski ile kazanç riskinin azaltılması, ölçeğin artması ile birlikte prestij ve pazar payının artacağına olan inanç ve farklı

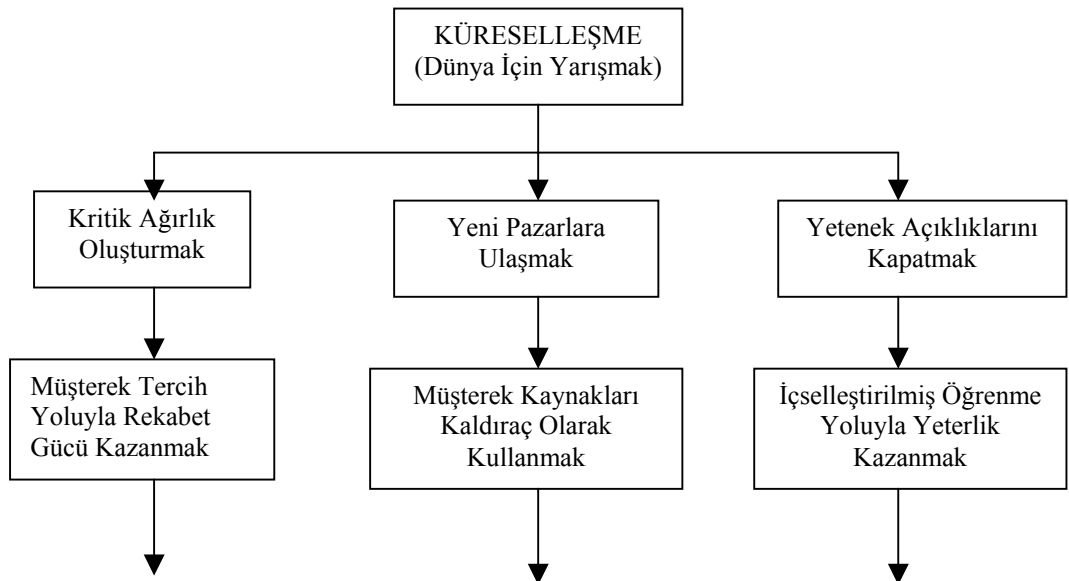
pazarlarda çalışabilme imkanı ile buna bağlı olarak farklı müşteri portföyüne sahip olmak suretiyle ekonomik şartlara bağlı risklerden mümkün olduğunca kaçınmak olarak sıralanabilir [Sümer,1999:8].

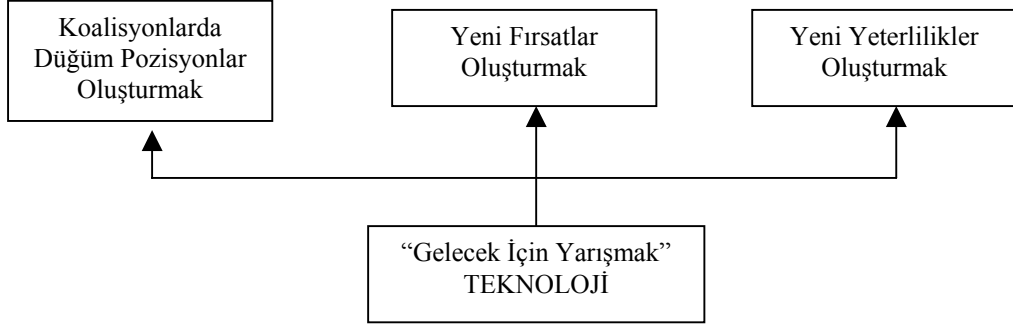
İşletmeleri birleşmeye iten temel zorunluluklar; kendilerini stratejik olarak konumlandırmak ve rakiplerin ve tamamlayıcı firmaların müşterek tercihi yoluyla rekabetçi yetenekler kazanma, yeni pazarlara ulaşmak ve yeni fırsatları oluşturmak veya izlemek için müşterek uzmanlaşma yoluyla imkanlarını birleştirme ve hem yetenek eksikliklerini gidermek hem de yeni yeterlikler kazanmak için birleşmeler yoluyla öğrenme ihtiyacıdır[Doz ve Hamel, 1999: 46].

Birleşmeler, dünya için yarışın gerektirdiği kritik ağırlık ve küresel varlığın oluşturulmasını mümkün kılar. Gelecek için yarış ise, bir tür kritik ağırlığı da gerektirir. Bu sadece az sayıda kazanana yer veren bir yarış önde götürmek için ihtiyaç duyulan rekabetçi moment ve koalisyon yeteneklerini kapsamaktadır.

Birleşmeler aynı zamanda firmalara, müşterek uzmanlaşmaya uğramış ve birleşmelerden başka biçimde kolayca birleştirilemeyecek imkanlarını ve yeteneklerini birleştirme imkanı da sağlarlar. Bu durum özellikle imkanların her ortağa özgü olduğu ve ortakların devam eden bağımsızlık ve bütünlüğüne dayandığı zaman geçerlidir [a.g.e,s.47].

Şekil-2: Birleşmelerde Değer Oluşturma Mantıkları





Kaynak:Doz, Yves L.- Hamel, Gary; Şirket İttifakları Global Pazarlarda Başarının Anahtarı, Sabah Kitapları, İstanbul-1999,s.46.

Büyümek zorunda olan işletmelerin, neden birleşme yolunu seçtikleri konusunda literatürde pek çok farklı neden sayılmaktadır. Bu nedenlerin sayısı ve önem dereceleri de, ülkelerin içinde buldukları ekonomik şartlara, işletmelerin özelliklerine, içinde yer alınan toplumun özelliklerine ve zamana göre farklılık göstermektedir[Aydın, 1990:14].

Bu konuda 2000 yılında Watson Wyatt Worldwide tarafından yapılan Global [Merger@Acquisition](#) Survey 2000 kapsamında Avrupa'daki şirketler üzerinde yapılan araştırmanın sonuçları da bunu açık bir şekilde göstermektedir [Arslan,2001:46]. Buna göre; “rekabet edebilir bir iş ölçeği yakalamak” cevap verenlerin %65’i tarafından şirketleri birleşmeye yönelten nedenlerin başında gelmektedir. Bunun ardından ise, “pazar payını arttırmak” (%61), “üretim sinerjisi oluşturmak” (%60) ve “yeni pazarlara girmek” (%52), “maliyetleri azaltmak” (%28), “yeni teknolojiye sahip olmak” (%19), “faaliyet alanını genişletmek” (%15) ve “aktiflerini genişletmek” (%9) gelmektedir.

2.2.1. Finansal Nedenler

Hızlı büyüyen şirketler, büyümelerini finanse etmede çeşitli güçlüklerle karşılaşabilmektedirler. Bu işletmeler büyümelerini durdurmak veya ertelemek

yerine, beklenen büyümeyi finanse etmek için gerekli olan kaynakları, bu imkana sahip başka şirketlerle birleşerek daha kolay elde edebilirler[Aydın,1990:19].

Şirketlerin karşılaştıkları finansal problemlerin en önemlilerinden birisi çalışma sermayesi yetersizliğidir. Eğer bir şirket hızlı bir şekilde büyüyorsa, alacaklara, stoklara ve nakit gibi değerlere daha fazla yatırım yapmak ihtiyacı duyacaktır. Nakit ihtiyaçları ya dağıtılmayan karlarla ya da dışarıdan sağlanan fonlarla sağlanacaktır. Bununla birlikte, bir şirketin, ilk yıllarındaki kârlılığı büyük bir olasılıkla az olacağından işletme giderek artan bir finansman ihtiyacı içinde olacaktır. Bu ihtiyacın karşılanmasında borçlanmaya gitme yolu bir çok şirket tarafından benimsenmesine karşın, optimal sınırlar üzerinde borçlanma, şirketi daha fazla riskle karşı karşıya bırakacağından pek fazla tercih edilmeyecektir.

Finansal güçlük içindeki şirketler, bu güçlüğü aşmalarında çeşitli çözüm yolları uygulayabilirler. Bu çözüm yolları arasında önemli bir yeri de “şirket birleşmeleri” almaktadır. Şirketler gerek içsel faktörler nedeniyle, gerekse işletmenin kontrolü dışındaki dışsal faktörler nedeniyle finansal güçlüklerle karşılaştıklarında, hiç arzu edilmeyen bir durum olan tasfiye kaçınılmaz olabilir.

Şirketin tasfiye edilmesini önlemek; işsizliğin önlenmesi, kaynakların atıl bırakılmaması ve benzer makro ekonomik faydalarının yanı sıra şirket açısından da son derece önemli olmaktadır. Bu durumda “birleşmeye gitme”, tasfiyeyi önlemek için şirketlerin uygulayabilecekleri en uygun yollardan birisi olmaktadır.

Bir şirketin diğer bir şirket ile birleşmesinde sinerjiyi doğuran finansal nedenlerden bir diğeri de finansal kaldıraç etkisinden yararlanmaktır. Bazı şirketlerin, özellikle küçük şirketlerin borçla finansman sağlamakta bazı güçlükleri bulunmaktadır. Bu nedenle bu gibi şirketlerin borç / öz sermaye oranları düşüktür. Daha fazla borçlanarak finansal kaldıraç etkisinden yararlanmak isteyen bir şirket, borç / öz sermaye oranı düşük bir şirket ile birleşerek borçlanma kapasitesini rahatlıkla arttırabilir.

Birleşme sayesinde, daha önce ayrı birimler olarak faaliyetlerini sürdüren ve borsa imkanlarından yararlanamayan işletmelerin bu imkanlardan yararlanabilmeleri mümkün olabilmektedir. Birleşme sonrasında oluşan yeni şirketin hisse senetlerine ilginin artması durumunda firmanın sermaye yapısını güçlendirme imkanı da ortaya çıkmaktadır[Kara, 1995:24].

Birleşmelerin, çoğu zaman şirketlerin sermaye maliyetini düşürdüğü görülmektedir. Örneğin, bir şirketin kullanılmayan borç kapasitesi varsa ve birleşme sonunda bu kapasiteden faydalanıyorsa, doğal olarak sermayenin maliyeti de düşük olacaktır. Yine aynı şekilde hisse senedi ihracı yoluyla finansman sağlanırsa düşük ihraç maliyetleri sermaye maliyetinin daha düşük olmasına yol açar.

Finansal açıdan bakıldığında şirketlerin birleşmeler vb. yöntemlerle yeniden yapılanmalarında iki ana amaç söz konusu olmaktadır[Foster,1986:461]. Bunlar;

- Hisse senedi sahiplerinin elindeki hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltmek,
- Mevcut yönetim kademesinin refah düzeyini yükseltmek.

Şirketlerin birleşmesine yol açan finansal nedenlerde bazı özel durumlar da söz konusu olmaktadır. Bu özel durumlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir[Çelik, 1999:35]:

2.2.1.1. Birleşmeler ve Hisse Başına Kazanç Oranı

Bir şirket kendisine göre Fiyat / Kazanç (F/K) oranı düşük başka bir şirket ile birleştiğinde, birleşmenin ilk etkisi birleşen şirketin F/K oranının yükselmesi şeklinde olacaktır. Şirketin F/K oranını, birleşme sonunda sermaye yatırımlarını arttırması, ürün geliştirmesi veya faaliyet etkinliği sağlaması yoluyla gerçekleştirebilecektir. Uzun vade de ise şirket, daha yavaş büyüyen ve baskı altına alınmış F / K oranı ile karşılaşabilir. Bu durum göreceli olarak daha yavaş büyüyen F/K oranına sahip bir başka şirket ile birleşmesinin sonucu olarak ortaya çıkar. Uzun

vadede şirketin F/K oranının düşme eğiliminde olması şirketin hisse senedi sahipleri açısından istenmeyen bir durumdur. Şirketin bu durumda hisse senedi sahiplerini işletmede tutabilmesi için, genişlemeye devam etmesi gerekir. Ancak genişleme sonsuza kadar devam edemeyeceğine göre, bir süre sonra bu genişleme yavaşlayacak ve bir noktada duracaktır. Bu durum literatürde “Zincir Mektup” etkisi olarak adlandırılmaktadır[Çelik,1999:35 ; Brealey vd.,1997: 611-613].

Fiyat / Kazanç oranının yüksek olmasının nedeni, yatırımcıların gelecekteki kârlarda hızlı bir artış beklentileridir. Bu büyümeyi, sermaye yatırımı, ürün geliştirme ya da faaliyet verimliliği artışıyla değil, F/K oranı düşük olan ve yavaş büyüyen firmalar satın alarak sağlanabilir. Bunun uzun vadedeki sonucu ise, daha yavaş büyüme ve daha düşük bir F / K oranı olacaktır, fakat kısa vadede hisse başına kâr çarpıcı bir şekilde artış gösterebilecektir.

Sermaye piyasalarında, F / K oranı, hisse senedi sahiplerinin durumlarında anahtar rol oynar. Bir şirket hisse başına kazancını, normal üretim ve satış ölçeği dışında da yükseltebilir. Örneğin, başka bir şirket ile birleşerek bu oran yükseltilebilir [Samuels vd.,1996:864].

2.2.1.2. Düşük Finansman Maliyetleri

İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi birleşmeye giren işletmelerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden daha yüksek olmaktadır. Borç verenler açısından risklilik derecesi düşmüş olduğundan, birleşen işletmeler açısından daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir[Akay,1997:17].

Daha düşük faiz oranı, her zaman birleşmeler için net bir kazanç anlamına da gelmemektedir. Birleşme ile işletmeler bu düşük faiz oranını, tahvil sahiplerine verdikleri daha fazla garanti yüzünden elde ederler. Burada net bir kazanç söz konusu değildir[Brealey vd.,1997:611-613].

Örneğin; A ve B şirketlerinin birleşerek AB şirketini oluşturduklarını varsayalım. Bu durumda birleşme sonunda AB Şirketinin ihraç ettiği 100 milyon TL'lik tahvilin geri ödenmeme olasılığı, ayrı ayrı A ve B şirketlerinin birleşme öncesinde ihraç edecekleri 50 milyon TL'lik tahvillerin geri ödenmeme olasılığından daha düşüktür. Eğer birleşme, şirkete borç verenler açısından sürpriz olarak gerçekleşirse, bu durum şirketin tahvillerini elinde bulunduranlar için olumlu bir gelişmedir. Artık tahviller bir şirket yerine birleşmiş "iki" şirketçe garanti edilecektir. Hisse senedi sahipleri için ise, diğer faktörler sabitken, bir kayıp söz konusu olmaktadır. Çünkü, tahvil sahiplerine karşılığında bir şey elde etmeden daha iyi bir korunma sağlamaktadırlar.

2.2.2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Global şirketlerin ürün ve hizmetleri standartlaşmış olduğundan, üretim düzeyi arttıkça ölçek ekonomisi nedeniyle önemli maliyet tasarrufları sağlanmaktadır. Ülkelerin önce standartlar geliştirmeleri ve ardından o standartlara yönelik kalite kontrol garantileri getirmeleri belirli bir standardı pazara yerleştirmeyi hedeflemekte ve aynı zamanda da bu standartları uygulamayanları rekabet dışı bırakmayı amaçlamaktadır[Esener, 1997:32].

Ölçek ekonomisinin maliyet avantajı ile büyüyen işletmeler pazar paylarını arttırdıktan sonra, sağlamış oldukları görünüm sayesinde ölçek ekonomisinden yararlanarak yeni ürünlerini daha kolay lanse etmektedirler[a.g.e,s.33].

Birleşme yoluyla ölçek ekonomilerinden yararlanma, yaygın olarak yatay birleşmelerde görülmektedir. Yatay birleşme ile işletmeler pazar paylarının arttırılması ve rekabetin azaltılmasının yanı sıra, birleştiği şirketin makine ve teçhizatlarını piyasadan daha ucuza mal edebilecektir. Ayrıca hazır kapasitelerin devralınması bu kapasitelerin kurulmasından daha kısa sürede gerçekleşecektir [Aydın,1990:15].

Dikey birleşmelerde ise işletme, ya ileriye doğru en son tüketiciye kadar, ya da geriye hammadde kaynağına doğru genişleyerek dağıtım ve satın alımlarında daha

fazla denetim imkanı sağlayabilir. Aynı ürünün farklı aşamalarında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılan dikey birleşmelerin sakıncalı yönü ise, aynı dönemsel dalgalanmalara sahip pazarlara doğru genişlemesidir[a.g.e.,s.16]. Bu tür birleşmelerde de ölçek ekonomilerinden yararlanma söz konusu olmaktadır.

Karma birleşmelerde ölçek ekonomilerinden yararlanma imkanı diğer birleşme türlerine göre daha azdır. Ancak karma birleşmelerde de ölçek ekonomilerinden yararlanma söz konusu olabilmektedir.

2.2.3. Sektör Farklılaştırması (Çeşitlendirme)

Herhangi bir şirketin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını artırması anlamına gelen çeşitlendirme, riskten kaçınmak isteyen bir çok şirketin birleşmesinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Doğal olarak çeşitlendirme ile şirketlerin belirli bir alanda uzmanlaşma derecesi azalır. Pazarlardaki gelişmeye ve teknolojinin artan karmaşıklığına rağmen, işletmelerin uzmanlaşmadan daha fazla çeşitlendirmeye gitme yolunda bir eğilim gösterdikleri görülmektedir [Çelik,1999:40]. İşletmeler kendileri ile benzer alanlarda çeşitlendirme yapabilecekleri gibi, farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmelerle de birleşerek çeşitlendirme yapabilmektedirler[Yükçü vd.,1999:1085].

İşletmelerin çeşitlendirme yoluyla büyümelerinin bir çok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenler ekonomik olabileceği gibi, hukuki de olabilir. Örneğin; bazen monopollerden kamu çıkarlarını korumayı hedefleyen yasal düzenlemelerden dolayı aynı endüstri içinde gerçekleştirilmek istenen birleşmelere izin verilmez. Bu durumda büyümek isteyen şirketler zorunlu olarak başka endüstrilerde faaliyet gösteren firmalarla birleşme yolunu seçmeleri gerekir[McLaney,1994: 350].

Bir çok şirket birleşmelerinde çeşitlendirme, kazançlardaki veya satışlardaki istikrarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanılmaktadır. İşletmeler dönemsel dalgalanmalara karşı aynı derecede duyarlı değildirler. Çeşitli sektörler hatta aynı sektördeki şirketler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı şirketlerin tepkileri

farklı boyutlarda olabilmektedir. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan fazla etkilenen şirketler daha istikrarlı şirketlerle birleşerek, bir dereceye kadar istikrarı sağlayabilirler.

Ayrıca hisse senedi sahipleri, satışlarında ya da gelirlerinde istikrar olmayan, büyük dalgalanmalar gösteren şirketleri yüksek riskli işletmeler olarak değerlendirirler. Dolayısıyla bu tür şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları göreceli olarak daha düşük olur. Birleşme ile istikrarın sağlanması durumunda şirketlerin pazar değeri de artar[Çelik, 1999: 41].

Çeşitlendirmenin bir diğer nedeni de riski azaltmaktır. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için yeni bir ürün hattına girmenin riski daha da büyüktür. Buna karşılık birleşme yoluyla çeşitlendirmeye gitmek riski önemli ölçüde azaltacaktır.

Ancak bu olumlu etkilerin her zaman gerçekleşmesi kesin değildir. Yani çeşitlendirme ile sağlanan kazancın hisse senedi sahipleri için yararları her zaman açık değildir. Eğer hisse senedi sahipleri çeşitlendirme yapmak istiyorlarsa, kendi sahip oldukları portföylerini çeşitlendirmek yoluyla da bunu gerçekleştirebilirler. Bu açıdan bakıldığında bireysel yatırımcıların çeşitlendirme yapması, işletmelerin çeşitlendirme için faaliyetlerini birleştirmesinden çok daha kolay ve ucuz olmaktadır[Brealey vd.,1997:611].

Çeşitlendirme ile sermaye dağılımında ve yönetiminde etkinlik de artırılabilir. Fakat bu her çeşitlendirmenin sermaye verimliliğini arttıracığı anlamına da gelmez. Ancak işletme başarısında kritik önemi olan kaynaklara veya uzmanlığa, işletmelerden birinin sahip olması durumunda söz konusu olabilir.

Bir çeşitlendirme stratejisinin şirket değerini arttırabilmesi, diğer bir ifadeyle, ortakların servetini arttırabilmesi için aşağıdaki iki şarttan en az birisinin gerçekleşmesi gerekir[Çelik,1999: 42];

- Çeşitlendirme faaliyeti sonucunda sağlanacak kazancın, birleşen şirketlerin hisse senedi sahiplerinin portföy yönetimleri sonucunda gerçekleştirebilecekleri kazançtan daha büyük olması,
- Çeşitlendirme faaliyeti sonucunda sağlanacak kazancın artışı birleşen şirketlerin hisse senedi sahiplerinin portföy yönetimleri sonucunda gerçekleştirebilecekleri kazançların artışından daha büyük olması gerekir.

Yöneticiler genelde, çeşitlendirmenin, firmanın kar akışını istikrarlı kıldığını ve böylece işletme riskini azaltmaya yardımcı olduğunu iddia ederler. Bu nedenle, çeşitlendirme şirket birleşmeleri için bir neden olarak gösterilir. Karların istikrarlı kılınması, şüphesiz firmanın çalışmalarının, tedarik edicilerinin ve müşterilerinin yararınadır. Eğer bir yatırımcı, kârların değişebilirliğinden endişe duyarsa, şirketin işletme satın almaları yoluyla sağlayacağından muhtemelen çok daha kolay bir biçimde hisse senedi satın almak suretiyle farklılaştırmaya gidebilir [Brigham, 1996:135].

2.2.4. Şirketlerdeki Serbest Nakit Akımlarının Kullanılması

Şirketlerin birleşmelerinde önemli bir yeri de, mali sinerji olarak adlandırılan serbest nakit akımlarının kullanılması yer almaktadır. Şirketler, bünyelerinde oluşan nakit akışlarını düzene sokup şirketin borçlanma kapasitesini arttırarak işletmenin sermaye maliyetini düşürmektedir.

Şirket birleşme ve devralmalarıyla ilgili olarak Serbest Nakit Akışı Teorisi, temelde, fazla nakdi olan olgun işletmelerin bunu heba etme eğiliminde olacağını şeklindedir. Bunun aksine standart finans teorisinde, pozitif NBD'li yatırım fırsatlarına kıyasla fazla nakdi olan işletmelerin, daha yüksek kâr payı veya hisse senetlerini geri alma yoluyla nakdi yatırımcılara geri vermeleri gerektiği ifade edilir[Brealey vd.,1997:624].

Şirket içinde yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımlarına serbest nakit akımları denir. Günümüzde birçok işletme serbest nakit akımlarıyla karşı karşıya kalmakta ve bunları kârlı bir şekilde kullanabilme arayışı içindedirler. Yapılan bir araştırmaya göre, geçen son beş yılda, ABD’de 1.300’den fazla şirketin kasalarında 150 milyar \$’ı aşkın nakit bulduklarını tahmin edilmiştir[Anslinger ve Copeland,1999:59]. Bu fazla nakit, şirketlerin serbest nakit akımlarından kaynaklanmaktadır. Şirketler açısından önemli miktarlara ulaşan serbest nakit akımlarının rasyonel bir şekilde kullanımı, şirketin piyasa değerini arttırması bakımından da son derece önemli hale gelmektedir.

Şirketler bu fazla nakit akımlarını kullanmakta değişik alternatiflerle karşı karşıya kalmaktadırlar[Brigham,1996:134]. Bu alternatifler; ek kâr payı ödemek, menkul kıymetlere yatırım yapmak, kendi hisse senetlerini geri almak, başka bir işletmeyi satın almak(birleşmek) olarak sıralanabilir.

Şirket eğer elindeki fazla nakdi ek kâr payı olarak dağıtırsa, hisse senedi sahipleri ek kâr payının dağıtımında gelir vergisi ödemek zorunda kalacaklardır. Bu ise hisse senedi sahipleri için her zaman istenen bir durum değildir. Bir işletme kâr payı ödeyerek, hisse senedi sahiplerini daha erken vergi ödemeye, kâr payı ödemelerini geciktirerek de hisse senedi sahiplerinin vergi ödemelerini ertelemelerine yardım eder[Kolb ve Rodriguez,1996:272]. Şirket açısından hazine bonusu gibi pazarlanabilir menkul kıymetler, nakdin geçici bir süre için bağlanacağı uygun bir kullanım yeri olarak düşünülebilir. Ancak bu tür menkul kıymetlerin kârlılık oranı hisse senedi sahiplerinin bekledikleri kârlılık oranından daha az olabilir.

Eğer sermaye kazancı üzerinden alınan vergiler, kâr payı gelirleri üzerinden alınan gelir vergisinden daha az ise şirket elinde tuttuğu serbest nakitleri kâr payı olarak dağıtmayı veya başka bir şirket ile birleşmeyi tercih edecektir[Samuels vd., 1995:862]. Bu anlamda birleşmelerin miktarını vergiler etkilemektedir.

Eğer şirket bu fonları diğer bir şirket ile birleşmek için kullanacaksa, birleşmeden beklenen ek kazançlar, bu nakitlerin başka bir şekilde kullanılması ile sağlanacak

kazançlardan daha fazla olmalıdır. Bu durumda şirketin birleşme yoluna gitmesi hem şirketin hisse senedi sahipleri için hem de yöneticileri için daha kazançlı olacaktır. Yöneticiler açısından serbest nakit akımlarının diğer bir şirket ile birleşmede kullanılması, kontrolleri altındaki nakit akımlarının artması anlamına gelecektir.

Serbest nakit akımlarına sahip bazı şirketler, bu serbest nakit akımlarını kârlı bir alanda kullanmadıklarında kendilerini nakde ihtiyaç duyan başka bir şirketin hedefi konumunda bulurlar. Örneğin, 1980 başlarında, petrol fiyatlarındaki ani düşüş döneminde, petrol zengini birçok şirket kendini ele geçirilme tehdidiyle karşı karşıya bulmuştur[Brealey vd.,1997:610].

Bir şirketin tanımadığı bir ortamda kendi kaynakları ile tek başına yeni bir şirket kurmak yerine, kaynaklarını yerli bir şirketle bütünler bir şekilde birleştirerek yeni bir şirket kurması halinde iş dünyası için son derece önemli olan, maliyet ve risk unsurları açısından pek çok avantajlara sahip olacağı da açıktır. Bina, işgücü, iletişim ağı, dağıtım kanalları, Ar-Ge tesisleri gibi imkanlar ortaklaşa kullanılacağı için şirketlerin tek başlarına bu tür imkanlar için yapması gereken harcamalar azaltılmış olacaktır[Oktay,1997:29].

2.2.5. Vergi Avantajlarından Yararlanmak

Birleşmelerin işletmeler üzerinde olumlu etkide bulunduğu bir başka alan da vergi yükünün azaltılmasıdır. Eğer birleşen işletmelerden birisi kar etmekte iken diğeri, ilkinin ödediği vergiyi kompanse edecek ölçüde zarar etmekte ise birleşme sonucunda meydana gelecek yeni işletmenin vergi yükü önemli ölçüde azalacaktır [Sümer,1999:8].

Birleşmede vergi avantajı iki şekilde ortaya çıkmaktadır[Akay,1997:17]; Vergi açısından her hangi bir birleşme ya “vergilendirilen” ya da “vergilendirilemeyen” bir özellik gösterir. Vergilendirilme ve vergilendirilmeme, esas itibariyle işlem şekline bağlı bulunmaktadır. Şayet alıcı işletme nakit olarak ödemede bulunmuş ise,

bu işlem, satış yapan işletmenin ya da ortaklarının vergilendirilmesini gerektirir. Diğer bir ifadeyle, ilgililerin satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden, bir sermaye kazancını ya da zararını kabul etmesi gerekir. Aynı zamanda, nakit yerine ya da nakitle birlikte her hangi bir “borç aracı” ile ödeme yapılması da vergilendirilmeyi engellemez.

Vergi avantajları belirli devir ve birleşme işlemleri açısından önemli olmaktadır. Eğer hedef şirketin zararları, devir alan firmanın kazancını giderebilecek nitelikte ise hedef şirket, devralan kurum açısından daha değerli addedilebilmektedir. Diğer bir kazanç ise, devir alınan firmaya sağlanan yatırım indirimi imkanı olup, bu da devralan firmanın vergiye tabi gelirini azaltmak için kullanılabilir. Devir işleminin vergiden istisna olması devralma işleminin sürdürülmesinin temel nedeni de olabilir[Tunal,2000b:43].

Birikmiş zararları olan ve bu zararları gelecek yıllar karlarından mahsup yapma imkanına sahip olan bir işletme, zarar nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar içinde sınırlı kalmak kaydıyla, kâr üzerinden vergi ödememe imkanına sahiptir. Yukarıda sözü edilen avantaj, işletmelerin birleşme durumunda da vergi kanunları müsaade ettiği müddetçe söz konusu olmaktadır. Birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar karlarından mahsup yapma imkanına sahip olan bir işletme, kârlı bir işletmeyle birleştiği takdirde, zarar mahsubu nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırları içinde kalmak kaydıyla birleşmenin sağlayacağı kâr üzerinden vergi ödememe imkanına sahip olur. Bu avantajdan faydalanmak amacıyla, özellikle kârlı olan işletmelerin, ödemek zorunda oldukları vergiden kaçınmak için, zarar eden işletmelerle birleşme ya da satın alma yoluna gittikleri sık sık görülmektedir[Akay,1997:18].

Vergiye ilişkin bazı düşünceler şirket birleşmelerinde önemli bir rol oynamaktadır. Örneğin, çok karlı ve en yüksek vergi diliminde bulunan bir şirket, birikmiş büyük miktarda vergi borçları olan bir şirketi alabilir ve daha sonra bu vergi borçlarını kendi gelirini vergiye karşı korumak için kullanabilir. Benzer şekilde büyük vergi borçları olan bir şirket de kârlı olan bir şirketi satın alabilir. Ayrıca, vergi düşüncesi

fazla nakit için arzulanan bir kullanım biçimi olan şirket birleşmeleri ile de sonuçlanabilir [Brigham,1996:134].

Günümüzde tüm dünyada vergi avantajları birleşme faaliyetleri içinde önemli bir teşvik edici unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Vergi unsurunun birleşmelere olumlu etkisinin yanında, sosyal fayda açısından olumsuz etkilerinin de olacağı bir gerçektir[Auerbach, 1991:70]. Birleşme sonucu ortaya çıkan birleşme kârının vergilendirilmemesi, sosyal fayda açısından istenmeyen bir durumdur. Çünkü bu yolla şirketler birleşme yoluyla bir kazanç elde ettikleri halde, birleşmelerin teşvik edilmesi adına bunun vergilendirilmemesi sosyal çıkarlar açısından sakıncalı bulunmaktadır. Bundan dolayı bir çok ülke vergi uygulamalarında, birleşmeden kaynaklanan kazançları muafiyet kapsamına almaktansa, verginin ertelenmesi yoluna gitmektedir[Hancock,1995:192].

Birleşmelerde, birleşmeden doğan olası vergi kazançları aşağıdaki durumlarda ortaya çıkmaktadır[Çelik,1999:45];

2.2.5.1. Net Faaliyet Zararı Olan Bir İşletme İle Birleşme

Bazı ülkelerde, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yılların kârlarından indirim yapma imkanına sahip şirketler, kârlı bir şirket ile birleşerek zarar indirimi nedeniyle vergi kanunlarının öngördüğü sınırlar içinde birleşmenin sağlayacağı kârlar üzerinden vergi ödememek imkanını elde edebilirler[Aydın,1990:21]. Eğer vergi kanunları, kârlı bir şirketin zararlı bir şirket ile birleşmesi halinde bu zararın vergi matrahından indirilmesi imkanını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı bir şirket ile birleşmeyi özendirir[Akgüç,1994:869].

2.2.5.2. Kullanılmamış Borçlanma Kapasitesi

Optimal Borç / Öz sermaye oranına sahip bir işletme, borçla finansman yoluna giderse ek borçlanmadan kaynaklanan finansal baskı maliyetleriyle karşılaşır. Çünkü şirket değerini maksimum ve şirketin sermaye maliyetini minimum yapan Borç /Öz sermaye oranının üzerinde bir borçlanma, şirketi daha riskli bir hale

getirecektir. Optimal nokta olarak ifade edilebilecek bu noktadan sonra yapılacak her birim borçlanma şirketin sermaye maliyetini arttıracaktır. Dolayısıyla şirketin piyasa değeri de düşecektir. Bu durumdaki bir şirket borçla finansman yoluna devam ederse borcun maliyeti olan faiz ödemelerinin vergi matrahını düşürmesine karşın ek maliyetlere de katlanmak zorunda kalacaktır[Ross vd.,1993:840].

Böyle bir durumdaki şirket, borçlanma kapasitesine sahip başka bir işletme ile birleşme yoluna giderse, birleşme sonucu oluşan yeni şirketin Borç / Öz sermaye oranı eskiye göre daha düşük olacaktır. Böylece sağlanan ek borçlanmadan vergi avantajı da sağlanacaktır.

Eğer borçlanma bir vergi tasarrufu sağlıyorsa, zımnen kabul edilmiş optimum borç politikası katı bir biçimde aşırı uçta gözükmektedir. Bu durumda tüm firmalar sonuna kadar borçlanmalıdırlar. Bu, hem firma değerini en yüksek düzeye çıkarır hem de ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini en düşük düzeye indirir. Ancak, Modigliani-Miller(MM), bunun aksine hiçbir şirketin aşırı borç oranları uygulayarak kazanç beklememeleri gerektiğini ifade etmektedirler. Eğer bir işletme aşırı derecede borçlanırsa, tüm faaliyet kârı faiz ödemeye gidebilir ve dolayısıyla da ödenecek kurumlar vergisi olmayabilir. Bu durumdaki bir işletmenin daha fazla borçlanmasının hiçbir anlamı olmayacaktır[Brealey vd., 1997:417].

İşletmelerin büyümesi, yalnızca borçlanma kapasitesini genişletmekle kalmaz aynı zamanda daha elverişli şartlarla yabancı kaynak bulunmasına da imkan verebilir. İşletmeler büyüdükçe, diğer şartlar aynı kalmak üzere, yabancı kaynak maliyetinin düşmesi de olağandır. Gerçekten işletmelerin büyümesi, olası para girişlerinde, planlanan para girişlerine kıyasla olabilecek farkları diğer bir ifadeyle iş riskini azaltabileceğinden, birleşme sonucu işletmenin yabancı kaynak maliyetinin düşmesi de beklenebilir[Akgüç,1994:868].

2.2.5.3. Amortisman Ayırmadan Kaynaklanan Vergi Avantajları

Diğer bir vergi teşviki, amortismanına tabi maddi duran varlıkları arttırmak yoluyla vergi avantajı sağlamaktır. Enflasyon dönemi boyunca tarihi maliyetlere dayanan düşük amortisman ayırma sakıncalarından kaçınmanın bir yolu da birleşmelerdir. Bunun yanında işletmeler, birleşme sonucunda daha fazla amortismanına tabi maddi duran varlık elde etmeleri söz konusu olduğundan, amortisman giderleri vergilendirilebilir kazancı azaltacaktır[Çelik,1999:47].

Amortismanlar, muhasebeciler tarafından hesaplanan karları azalttığı için, ayrılan amortisman miktarı arttıkça, firmanın net geliri de azalır. Ancak amortismanlar nakdi bir gelir olmadığı için yüksek amortismanlar işletmenin nakit akımlarını azaltmaz. Aslında yüksek amortismanlar nakit akımlarını artırır. Çünkü işletmenin amortismanları arttıkça ödeyeceği vergiler azalacaktır[Brigham, 1996:47].

2.2.5.4. Serbest Nakit Akımları Kullanılarak Birleşme

Daha önce de ifade edildiği gibi, serbest nakit akımlarına sahip olan işletmeler, bu fonları kullanmakta değişik alternatiflerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu alternatifler vergi kanunları açısından değerlendirildiğinde, bir takım vergisel sonuçların olacağı da muhakkaktır. Bu alternatiflerin hemen hepsi, işletmeye veya işletmenin hisse senedi sahiplerine vergi yükümlülüğü getirmektedir.

Ancak serbest nakit kullanarak başka bir şirket ile birleşmenin ne alan şirket ne de işletmenin hisse senedi sahipleri için herhangi bir anda vergi sonucu yoktur. Çünkü birleşmelerde çoğunlukla birleşmeden doğan kârın vergilendirilmesi ertelenmekte, bazen de vergilendirilmemektedir. Bu durum bazı şirket birleşmelerini özendirilmektedir [Jensen,1986:324].

2.2.6. Etkin Olmayan Yönetimin Değiştirilmesi

İşletmeler, yeniden yapılanmalarını gerektiren pazar şartlarında veya teknolojik değişmelerle karşı karşıya kaldıklarında, bu durumun gereklerini yerine getirebilecek yönetim kadrosuna sahip olmak isterler. Eğer bu sağlanamazsa şirketin değeri düşecektir. Günümüzde bu durumda olan bir çok işletme faaliyet göstermektedir. Bu tür işletmeler varolan yönetiminde bir değişiklik yaptıklarında piyasa değerini yükseltebilirler. Yöneticilerin, bu değişime cevap vermediği durumlarda işletmenin piyasa değerini arttıracak gelişmelere karşı kayıtsız kalan yönetimin değiştirilmesi gerekir[Çelik,1999:54].

Etkin olmayan yönetim, kısa dönem için söz konusu olabilir. Uzun dönemde, etkin olmayan yönetimin başarısız unsurları değiştirilebilir. Bu durum sadece basit olarak şirkette kötü yönetim için değil, yöneticilerin hisse senedi sahiplerinden farklı çıkarlarının olmasından da kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, ücretlerinden ayrı bir gelir sağlama eğiliminde olabilirler. Bunun maliyeti ise, doğal olarak hisse senedi sahiplerine yansımaktadır. Kaynakların yanlış yönetimi olarak ortaya çıkan bu durum işletmeler için bir takım sorunlar da doğuracaktır[Samuels vd., 1995:862]. Temsil sorunu olarak tanımlanan bu çıkar çatışması, eğer yönetim kadrosu değiştirilmezse devam edecektir. Bu nedenle yetenekli bir yönetimden yoksun bulunan ve yetenekli yöneticiler istihdam etme imkanları sınırlı işletmeler, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm bulabilirler.

Yönetim sorunları bulunan işletmeler iki seçenikle karşı karşıya kalacaklardır; ya mevcut organizasyon ve yönetimle aşamalı bir durgunluğu kabullenerek faaliyetlerini devam ettirecekler ya da uygun yönetime sahip şirketler ile birleşme ve satın alma gibi yollarla büyüme şansını devam ettirebilir. Ortakların uzun dönemde servetlerini arttırmaları açısından ikinci seçenek birleşme için daha elverişli bir yol olabilir[Akgüç, 1994:866].

Bir işletmenin yönetiminin değişebilmesinin dört temel yolu bulunmaktadır [Brealey vd.,1997:610]. Bunlar; bir grup hissedarın vekalet yarışına girerek yeni bir yönetim kurulunun seçilmesini sağlaması, sonra bunun da yeni bir yönetim ekibi ataması; bir işletmenin birleşme yada iktisap yoluyla diğer bir işletme tarafından satın alınması;

bir grup özel yatırımcının işletmeyi borçlanarak satın alması ve işletmenin faaliyetlerinin bir kısmını başka bir şirkete satması veya varlıklarını hisse senedi karşılığında diğer işletmelere devretmesi.

Doğal olarak birleşme, yönetim fonksiyonunu daha etkin hale getirmenin tek yolu değildir. Fakat birleşme, bu anlamda bazen şirketlerce temel ve pratik bir yol olarak görülmektedir.

2.2.7. Gelir Artışı Sağlamak

İşletmelerin birleşmelerinin önemli nedenlerinden birisi de birleşme sonrasında, ayrı ayrı iki işletmenin elde edeceği gelirden daha fazla gelir sağlanmasıdır. Artan gelirler, pazarlama kazançlarından, stratejik kazançlardan ve pazar gücü elde edilmesinden kaynaklanabilir[Ross vd.,1993:835].

2.2.7.1. Pazarlama Kazançları Sağlamak

Birleşmeler, genellikle işletmelerin pazarlama fonksiyonunu geliştirerek daha büyük faaliyet kazançları elde edilmesine neden olur. Pazarlama fonksiyonu açısından işletmenin stratejisi işletmenin cari müşterileri için yapılan hizmetleri iyileştirmek ve müşteri sayısını arttırmak üzerinde odaklanmış olabilir. Bu strateji tam olarak geliştirildiğinde bu hedefe ulaşmada işletmeye yardımcı olacak en uygun işletmenin belirlenmesi için kriter oluşturulmuş olabilir.

Yeni müşteriler elde etmek, pazarlama kazançları elde etmeye odaklanmış bir birleşmenin temel nedenidir. Bu strateji işletmenin varolan uzmanlık gücü ve işletmenin toplam bilgisini kullanarak gerçekleştirilecektir.

2.2.7.2. Stratejik Kazançlar Sağlamak

Bazı birleşmeler, birleşme sonrasında stratejik kazançlar sağlamaktadır. İşletme, birleşme yoluyla stratejik faydalar gerçekleştirebilecekse, birleşmeyi diğer yatırım alternatiflerine tercih eder. Örneğin, dikiş makinesi üreten bir işletme, bir bilgisayar işletmesi ile birleşirse, gelecekte bilgisayar destekli dikiş makineleri üretimi teknolojisi gerçekleştirebildiğinde, işletmelerin gelecekteki pozisyonları bugünkünden çok daha farklı olacaktır[a.g.e.,s.835]. Bu durumda dikiş makinesi üreten işletme, bilgisayar işletmesiyle birleşmesinde stratejik bir fayda beklemektedir. Burada birleşme kararını alternatif yatırım kararlarına tercih etmiştir.

2.2.7.3. Monopol Gücü Elde Etmek

Birleşen işletmelerin, ürettikleri mal ve hizmetlerin pazarları için birbirleriyle rakip oldukları yerde, bir birleşme, monopol gücü veya en azından birleşen işletmeler için daha büyük bir pazar payı sağlayacaktır[McLaney,1994:349].

Bir işletme diğer bir işletme ile olan rekabetini kaldırmak için birleşebilir. Pazarda rekabet düzeyi azalırsa fiyatlar yükselir ve faaliyet gösteren işletme açısından monopolcü kârlar görülebilir. Bu açıdan bakıldığında, pazardaki rekabeti azaltma amaçlı birleşmenin sosyal fayda sağlamayacağı da açıktır. Bundan dolayı da, ülkelerin rekabetin korunmasıyla sorumlu organlarınca, bu tür birleşmelerin gerçekleşmesi engellenebilir[Ross vd.,1993:835].

2.2.8. Yeni Pazarlara Girmek

İşletmeler birleşmek suretiyle daha önce faaliyette bulunmadıkları bir pazara daha az maliyete katlanarak girebilmektedirler. Yeni bir pazara girerken o pazara ilişkin bilgilerin toplanmasının yanı sıra faaliyette bulunulacak alanlara uygun olarak sabit yatırımlar yapılması ve yeni personel istihdam edilmesi gerekmektedir. Sadece bunlar da yeterli olmayacak, işletme pazarda tutununcaya kadar reklam ve pazarlama faaliyetlerine ağırlık verilmeli ve kâr marjı mümkün olduğunca düşük tutulmalıdır. Ancak eğer daha önce o pazarda faaliyet gösteren bir işletme satın

alınırsa ya da birleşme yoluna gidilirse, yukarıda sayılan prosedürlerin uygulanmasına gerek kalmayacaktır[Sümer,1999:8].

Bugün uluslar arası alanda ticaretin de küreselleşmesiyle birlikte, işletmeler sürekli olarak genişleyen pazarlarda rekabet güçlerini ve mevcudiyetlerini sürdürmelerine imkan sağlayacak bir ölçüğe ulaşabilmek için birleşmeye zorlanmaktadırlar[AB-AKTT,2000:7].

Birleşmeler çoğunlukla yeni pazarlara ve endüstrilere girmenin en hızlı yoludur. Yeni alanlara girmek isteyen ve yeterli bilgi birikimi olmayan veya uygun bir dağıtım ağı eksik olan bir işletmenin, yeni alanlara girmesi hem riskli hem de oldukça maliyetli olacaktır[Samuels vd.,1995:861]. Özellikle giriş engellerinin bulunduğu pazarlara girmenin yollarından birisi de bu pazarlarda faaliyet gösteren bir başka işletme ile birleşme veya stratejik işbirliği yapmaktır[Çelik,1999b:31].

ABD’de faaliyet gösteren Hewitt Associates adlı şirketin 1998’de başlattığı bir araştırmaya göre Pazar payını arttırmak birleşmelerin altında yatan en büyük nedendir. Özellikle ABD’li şirketler için yeni pazarlara girmek birleşmelerin en büyük nedenidir. Latin Amerika ülkeleri için ise, pazar payını arttırmak ve rekabet edebilir ölçek yakalamak en başta gelen birleşme amaçları olarak ortaya çıkmıştır [Arslan,2001:46].

İşletmeler ve endüstriler arasında yönetim becerilerinin ve teknik yeteneklerin eşit olmayan dağılımından dolayı küçülen endüstrilerdeki işletmeler, büyüme eğilimlerini koruyabilmek için yeni teknolojilere geçmekteki güçlüklerine değişik çözümler aramaktadırlar. Gelişmiş teknolojileri başarılı bir şekilde uygulamadaki tereddütler yeni kurulmuş bir işletme için şüphesiz daha fazla olacaktır. Bir endüstriye yeni girmiş işletme, büyük giderler ve uzun bir zaman dilimi için negatif nakit akımlarıyla karşılaşacağından daha riskli halde olacaktır. Bu durumda kurulu bir işletme ile birleşme, işletmelere, yüksek riskli yatırımlardaki başarı şansını artırma imkanları sağlayacaktır.

2.2.9. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

Çoğu işletme, başarı için gerekli faktörleri sağlayabilmek amacıyla birleşmektedir. Benzer şekilde işletmeler, bir lisansın kullanım hakkı için lisans sahibine başvuru yapmak yerine, söz konusu lisansı, şu anda elinde bulunduran bir şirketle birleşerek de kolayca elde edebilir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, lisansın kullanım hakkının ne zaman sona ereceğinin ya da birleşmenin gerçekleşmesiyle lisansın geçerliliğinin bitip bitmeyeceğinin araştırılmasıdır [Aşıkoglu vd.,2001:6].

Günümüzde birleşme ve satın almalara yön veren bir eğilimin de entellektüel sermaye olduğu yaygın bir şekilde kabul edilmektedir. Günümüzde bir şirketi başka bir şirket için cazip yapan faktörler o şirketin maddi varlıklarından entellektüel sermayesine kaymaktadır[Arslan,2001:47]. Artık şirketler sadece veya büyük oranda bir diğerinin ileri teknoloji ile çalışan makinaları ve tesisleri için değil, elde tuttuğu patentler, müşterilerinin değeri, uzmanlık alanları, bilgi sermayesi ve çalışanlarının nitelikleri nedeniyle birleşme ya da satın alma yoluna gitmektedirler.

2.2.10. Rekabetin Azaltılması

Aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılacak olan birleşmeler, rekabetin azaltılması açısından oldukça önemlidir. Birleşen işletmeler toplam arzın daha büyük kısmına sahip olarak, pazarda bu güçten faydalanabilirler.

Aynı endüstri dalında faaliyette bulunan işletmelerin birleşmeleri halinde, aralarındaki rekabet ortadan kalkacağı, koordine edilmiş bir üretim ve fiyat politikası izlenme imkanı elde edilebileceği gibi, bu işletmelerin piyasa üzerindeki kontrolleri de, iç büyümeye kıyasla daha hızlı, fakat daha az riskli bir şekilde artabilir. Özellikle büyümenin ilk aşamasında bulunan işletmeler, birleştiklerinde, elverişsiz şartlar altında rekabet yapmak zorunluluğundan kaçınabilirler[Akgüç, 1994:868].

Bu nedenle işletme, diğer işletmelerle birleşme yoluna giderek pazarda kendi aleyhine olan rekabet şartlarını dengeleyebilir veya hakim duruma geçerek rakiplerinden daha avantajlı konuma geçebilir[Çelik,1999b:32].

2.2.11. Birleşmelerin İç Büyümeyle Göre Daha Avantajlı Olması

İşletmeler kendi iç dinamikleriyle gerçekleştirdikleri yatırımların sağladığı gelişmenin yerine, birleşerek daha iyi yatırım fırsatlarından daha az bir riskle de yararlanabilirler. Bu şekilde, işletmelerin sahip oldukları getirisi az veya riskli alanlarda kullanılan fonlar, tek bir işletme adı altında daha verimli bir şekilde kullanılır. Birleşme sonucunda, artan yatırım imkanları, işletme fonksiyonlarında ve mevcut kazanç düzeylerinde sağlanan istikrar, iç büyümede olduğundan çok daha hızlı bir büyüme ve gelişip serpilme etkisi oluşturur.

2.2.12. Psikolojik Nedenler

Birleşmelerde genelde ekonomik nedenlerin ön planda olmasına karşın bazen psikolojik faktörlerin de birleşme kararlarında rol oynadığı gözlenmektedir [Akgüç,1994:867]. Kişinin, yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir işletmeyi yönetme tutkusu, hırsı, işletmenin devamını emniyet altına alma duygusu, korku ve demode olma kaygısı vb. nedenler de birleşme kararlarında etkili olmaktadır.

İşletme eskidikçe bürokratik gelenekler yerleşmekte, sistemde katılık artmakta, kişisel beceri ve girişim gücüne daha az yer kalmaktadır. Bunun kaçınılmaz sonucu olarak, işletmelerin değişen şartlara uyum kabiliyeti ve esnekliği azalmaktadır. Bazı yöneticiler, işletmeyi yenileyebilmek, yeni kan aşılatabilmek ve demode olmaktan

kurtulmak için yeni bir işletme satın alınmasını veya birleşmeyi gerekli görmektedirler [a.g.e,s.870].

2.3. Birleşme Süreci

Günümüzde şirket birleşmelerini sağlayacak sürecin geliştirilmesi, iş dünyasının önündeki en acil ve zorlu görevlerden birisidir. Sektörel konsolidasyonlar, rekabetin küreselleşmesi, teknolojik gelişmeler ve diğer eğilimler, sona ereceğine dair hiçbir işaret vermeyen, benzeri görülmemiş bir birleşme ve satın alma dalgasının doğmasına neden olmuştur[Ashkenas vd.,1999:117].

Şirket birleşme ve devralma işlemlerinde uygun ve doğru ortak seçimine götürecek evrensel bir kriter olmamakla beraber genelde işletmelerin ortak seçimini yaparken, birleşilecek işletmenin; mali kaynaklarına, kullandığı teknolojiye, uluslar arası ününe ve deneyimlerine, büyüklüğüne, ülke içinde faaliyette bulunduğu bölgeye, üretmiş olduğu ürünlerin birim başına maliyetlerine, ülke içindeki pazar payına ve müşterilerinin kim olduğuna dikkat ettikleri görülmektedir[Oktaç,1997:26].

Şirket birleşmelerinde başarı olasılığını arttırmak için izlenmesi gereken başlıca beş süreç bulunmaktadır[Lufman vd.,2000:111]. Bunlar; birleşme için net hedeflerin belirlenmesi, Başlıca hedeflerin ulaşılabilir olduğundan emin olunması, En yüksek fiyat ve teklif paketini içeren bir strateji hazırlanması, Satın alma planının yapılması ve Satın almanın sorumluluğunun belirlenmesidir.

Şirket birleşmelerinde arzulanan sinerji ve performans düzeylerinin elde edilebilmesi için yöneticilerin dikkate almaları gereken noktalar ise şunlardır [Aydemir,1995:38]; şirket stratejisini veya stratejilerini açık ve net bir şekilde belirleme, gereksiz sektörleri eleme, geleceğin parlak sektörlerini seçme ve potansiyel adayları belirlemedir.

Uygulamada tüm şirket birleşmelerinin başarıyla tamamlandığını ileri sürmek oldukça güçtür. Uygulamada başarıyla tamamlanmış şirket birleşmeleri olduğu

kadar bundan çok daha fazla tamamlanamayan birleşme çabaları bulunmaktadır. Birleşmelerin başarıyla tamamlanamamasının altında yatan temel neden ise, tarafların birleşmeden bekledikleri faydaların birbirleriyle tam olarak örtüşmemesinden kaynaklanmaktadır. Buna rağmen bazı birleşme girişimlerinde, şirketler arasındaki “fayda açığının” çok büyük olmamasına karşın yine de birleşme sürecinin başarı ile sonuçlanmadığı görülmektedir[Tufano,1996:143]. Bunun nedeni ise şirketlerin birleşme sürecine yeterince önem vermemeleridir. Birleşme kararı bir işletmenin yaşamı boyunca her zaman karşılaştığı bir karar değildir. Birleşme süreci, komplike ve zor bir süreçtir. Birleşme süreci tamamlanmaya kadar işletme yaklaşık olarak 2.000 temel adım atar ve 10.000 rutin olmayan karar verir[Clark,1991:10]. Bu kadar karmaşık olan bir sürecin başarı ile tamamlanması için sürecin her bir aşamasının ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerektiği oldukça açıktır.

Birleşme süreci, genel olarak üç aşamada gerçekleştirilmektedir[Green,1990:21]. Bunlar; birleşmenin planlanması, birleşilecek şirketlerin araştırılması ve seçilmesi ve belirlenen şirket ile görüşme aşamalarıdır.

Birleşme süreci içinde bu aşamaların her biri bir kilometre taşı olarak tanımlanabilir. Her bir aşama birleşecek şirketler için diğer bir aşamaya geçme, ayrıntıya girme ve sürece devam etme veya devam etmeme kararı niteliğindedir.

2.3.1. Birleşmelerin Planlanması

Birleşme şirketler için hem riskli ve hem de oldukça maliyetli bir işlemdir. İşletmenin birleşme kararı; yöneticileri, çalışanları, işletmeye mal verenleri, tüketicileri, yatırımcıları ve işletmenin içinde yer aldığı toplumu yakından ilgilendirmektedir. Bu açıdan bakıldığında hiçbir yatırım kararı bir işletmenin aktif veya pasifi ile diğer bir şirket ile birleşmesi kadar kapsamlı olmadığı gibi, geriye dönülmez bir nitelik de taşımaz[Akgüç, 1994:885].

Bu kadar önemli olan bir kararın verilmesi iyi bir planlamaya dayandırılmış olmasını gerektirir. Bunun yanında şirketlerin birleşmesi tamamlansa bile birleşme sonucu oluşan şirketin başarılı olması diğer nedenlerin yanı sıra birleşme faaliyetinde planlamaya yeterli zaman ayrılmasına bağlı bulunmaktadır. Özellikle birleşme sonrasında ortaya çıkabilecek birleşme sorunlarının aşılması, planlama sürecinin başarısına bağlı bulunmaktadır.

Birleşme ve devralmalar doğru bir şekilde değerlendirilse bile şirketler hala birtakım sorunlarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu sorunlar da birleşen şirketlerin faaliyetlerini her zaman hızlı bir şekilde entegre edemeyebilmelerinden kaynaklanmaktadır. Farklı telefon sistemleri, bilgisayar programları, ücret politikaları, şirket kültürlerinin çatışması ve diğer faktörler entegrasyon sırasında birtakım karmaşıklıklara neden olabilmektedir. Buna rağmen bir çok şirket, entegre olabilmeyi başarabilmiş ve böylece sinerji sağlayabilen birleşmeler ve satın almalar başarılı bir çeşitlendirme stratejisi olarak uygulanabilmiştir [Aydemir,1995:40].

Birleşmelerin başarısındaki en önemli etken, bu sürece katılanların yetenekleri ve birleşme için yapılan planlama olmaktadır. Birleşmelerin planlanması aşaması, Şekil-3'de de görüldüğü gibi şu adımların atılmasını gerekli kılmaktadır: İşletmenin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi, Belirlenen amaçlara ulaşmada araçların seçilmesi, Birleşmenin işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması ve Potansiyel işletmeleri analiz etmek için gerekli kriterlerin geliştirilmesi.

Birleşme faaliyetinin ilk hayati adımı şirketin amaçlarının belirlenmesidir. Şirket amaçlarının belirlenmesi; yatırım politikalarının tespit edilmesinde, kaynakların seçiminde ve yatırım proje ve programlarının hazırlanmasında yöneticilere yol gösterir. İyi tespit edilmiş amaçlar, yöneticilerin yanlış yollara sapmalarını veya farklı yöneticilerin farklı zamanlarda birbiriyle çelişen kararlar almalarını önler. Amaçlar açık ve net olarak belirlendiğinde bu amaç, şirkete arzu edilen ve beklenen faydaların objektif ölçümünü sağlayacaktır. Beklenen faydaların belirlenmesi, birleşme sürecinde şirketin değerinin belirlenmesi için bir temel oluşturacaktır.

Birleşme sürecinde şirketler birleşme stratejisine karar verdikten sonra bu stratejiye uygun yöntemlerin belirlenmesi gerekir.

Şirketin amaçları belirlendiğinde bu amaçlara uygun kriterler belirlenmelidir. Bu kriterler genel olarak; endüstrinin büyüme oranı, hukuki düzenlemelerin derecesi, endüstriye giriş engelleri gibi endüstriyi ilgilendiren kriterler yanında hedef şirketin yönetim gücü, pazar payı, kârlılığı, ölçek ve sermaye yapısı gibi şirketi ilgilendiren kriterler de olabilir[Çelik,1999:62].

Birleşme kararı vermiş bir şirket için belirlenen kriterlere şunlar örnek olarak verilebilir[a.g.e.,s.62];

Uygunluk: Birleşme için aday şirketin uygun olması, sayısal olarak basitçe ifade edilmesi zor olmakla birlikte, adayın değerlendirilmesinde son derece önemli bir kriterdir. Kârlılık açısından uygun görülen fakat alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olan, bu yüzden de başarısız olan pek çok birleşme ile karşılaşılmaktadır. Uygunluk kriterleri, insan kaynağı, fiziksel kaynaklar, teknoloji, pazarlama, finansal kaynaklar ve çevresel uygunluk gibi çeşitli açılardan değerlendirilebilir.

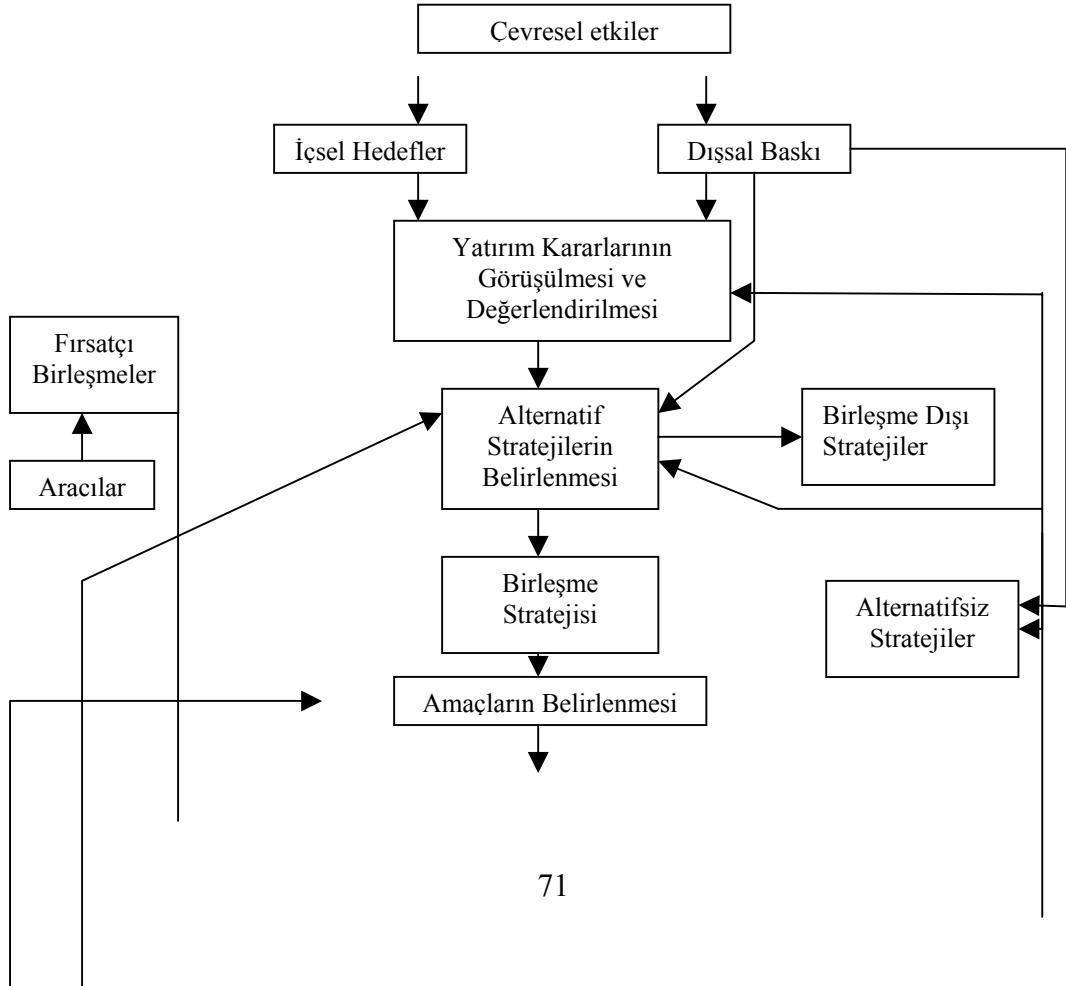
Büyüklik: Eğer şirketin birleşme kararı vermesindeki esas amacı firma ölçeğini arttırmak ise birleşilecek şirketin büyüklüğü en önemli kriter olacaktır. Bir büyüklük standardının geliştirilmesiyle, bu standartlara uygun olmayan şirketler planlama aşamasında elimine edilmiş olacaktır.

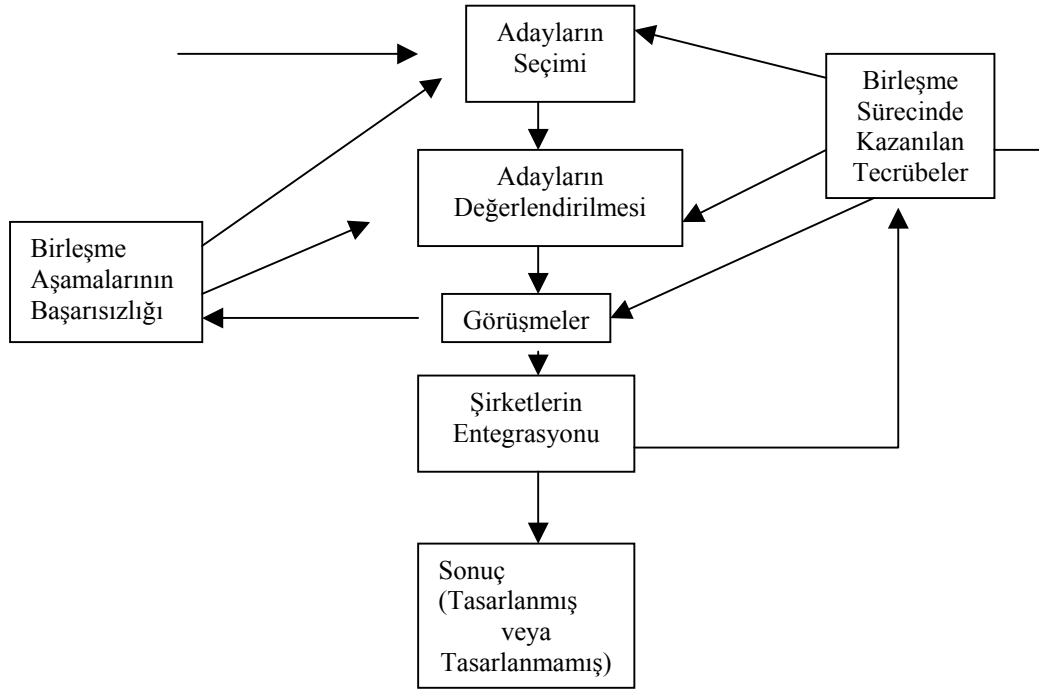
Sermayenin Verimliliği: Potansiyel bir birleşme, yatırımlar üzerinden minimum getiri oranı ya da beklenen getiri oranına göre değerlendirilmiş olmalıdır [Aydın,1990:43]. Bu getiri oranı; İşletmenin tarihi yatırımları üzerinden hesaplanan getiri oranına, Endüstride faaliyet gösteren önde gelen işletmelerin getiri oranına, Rakip işletmelerin getiri oranına ve İşletmenin alternatif maliyetlerine dayanılarak belirlenebilir.

İşletmenin Güçlü Yönlerini Kullanabilme Potansiyeli: Birleşmek isteyen şirketin güçlü olduğu alanları belirlemesi ve bu gücü en iyi şekilde kullanabileceği adayların seçimi için çalışması gerekmektedir. Örneğin, şirket likidite bakımından güçlü ve serbest nakit akımlarına sahipse, bu açılardan zayıf olan adayların seçimine gitmesi daha rasyonel olacaktır.

İşletmenin Zayıf Yönlerini Güçlendirme Potansiyeli: Şirketin varlıklar ya da uzmanlıklar açısından zayıf yönlerinin belirlenmesi, bu zayıf yönlerini güçlendirecek adayların bulunmasında kolaylık sağlayacaktır. Ürün hattına yeni ürünler katma, yeni pazarlara girme, teknik bilgi, pazarlama gücü, arz kaynakları ve benzer yönler açısından şirketin zayıf yönleri olabilir. Bu yönlerin belirlenmesi, seçilecek aday için kriterlerin belirlenmesinde büyük faydalar sağlayacaktır[a.g.e.,s.43].

Şekil-3: Birleşme Süreci





Kaynak: Green, Milford B., Mergers and Acquisition, 1990, s.22.

Kazançlarda İstikrarın Sağlanması: Bazı endüstri dalları dönemsel dalgalanmalardan fazlaca etkilenirler. Bu alanlarda faaliyet gösteren şirketler, çeşitlendirme yoluyla gelirlerde istikrarı sağlayacak özelliklere sahip şirketlerle birleşmek isteyeceklerdir. Böylece şirket, aynı dönemsel dalgalanmalara sahip diğer şirketleri kolayca analiz dışı bırakabilecektir. Şirketin kendinden farklı dönemsel dalgalanmaya sahip başka bir şirket ile birleşmesiyle hem riski azalabilecek ve hem de gelirlerinde bir istikrar sağlanacaktır.

Uygun adayların bulunması konusunda belirtilen bu kriterlere benzer çok sayıda kriter eklenebilir. Böyle bir ön hazırlık, ayrıntılı olarak araştırılması gereken adayların seçiminde bir çerçeve oluşturması bakımından, gereksiz zaman, enerji ve para harcanmasına büyük ölçüde engelleyecektir.

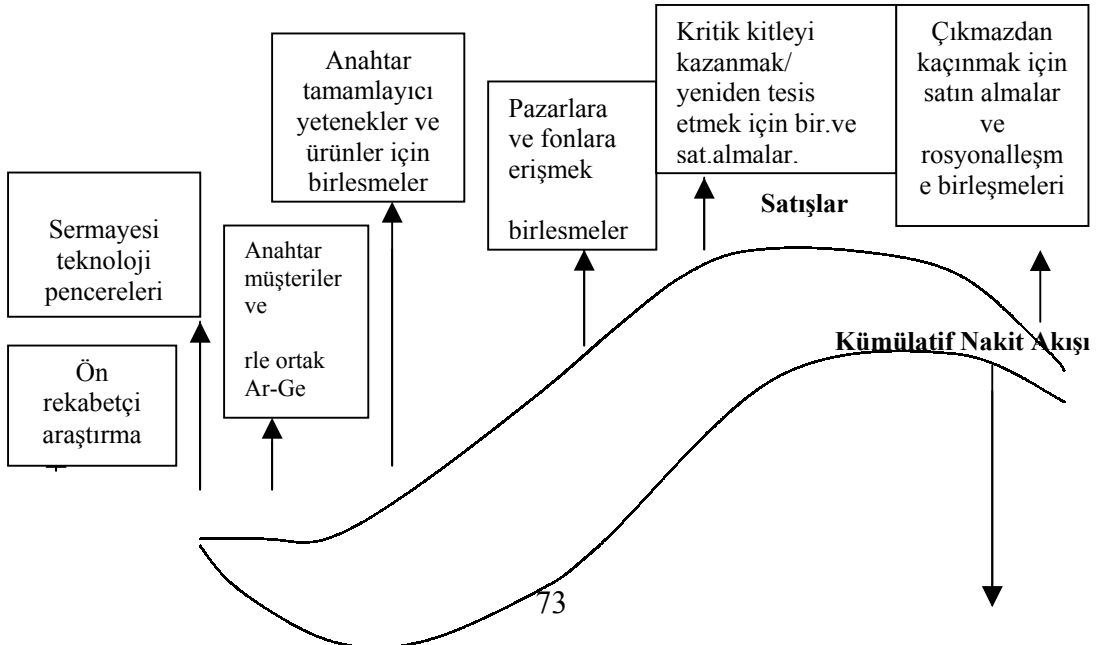
2.3.2. Birleşme İçin Uygun Şirketlerin Araştırılması ve Seçimi

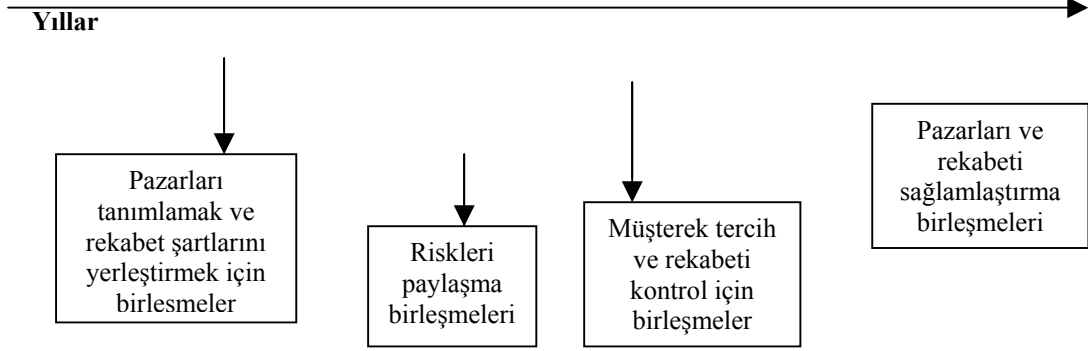
Birleşme sürecinin bu aşamasında, ortak uyumunun kapsamlı bir biçimde değerlendirilmesine karşın , birleşmeler çoğu zaman tahmin edilemeyen biçimlerde gelişir. Bunun için, ortakların değerlendirilmesi ve seçilmesi yöntemi sadece ortakların başlangıçtaki stratejik uyumunu değil, birleşmenin potansiyel evrimini de ele almalıdır. Bu görev için iyi bir başlangıç noktası her ortağın stratejik tutkusunun değerlendirilmesidir. Tutkular çoğu zaman birleşmelerin evrimini ortakların başlangıç konumlarından daha iyi haber verir ve bir ortağın diğerinin tutkularını anlayamaması çoğunlukla anlaşmazlığa neden olur[Doz ve Hamel,1999:114].

Ortakların bireysel stratejik öncelikleri değiştiğinde, aralarındaki uyum da değişime uğrar. Uyum, birleşmenin ömründe evrimsel aşamalar olarak gördüğümüz unsurlar tarafından da etkilenir. Birleşmeler bir pazar fırsatının gelişimindeki çeşitli aşamalarda çok farklı rolleri yürütür[a.g.e,s.114]. Aşağıdaki şekilde bir fırsat gelişimi ve evriminin çeşitli aşamalarındaki tipik ortaklık hedefleri açık bir şekilde görülmektedir.

Araştırma ve seçme süreci, birinci aşamada geliştirilen kriterler çerçevesinde, uygun adayın seçilmesiyle ilgili sistematik bir yaklaşımdır. Araştırma, adayın nerede ve nasıl bulunacağına odaklanmıştır. Seçme ise amaçlara ve geliştirilen kriterlere göre en uygun adayın seçilmesi sürecidir. Adayın seçimi aşamasında, çeşitli araçlardan faydalanarak ve ilk aşamada geliştirilen kriterler çerçevesinde, birleşecek adayların seçimi yapılır.

Şekil-4:Bir İşin Ömrü Boyunca Değişik Birleşme(Ortaklık) Hedefleri





Kaynak: DOZ, Yves L.- HAMEL, Gary; Şirket İttifakları Global Pazarlarda Başarının Anahtarı, Sabah Kitapları, İstanbul-1999,s.115.

Gerçekte, geliştirilen kriterlere tam olarak uyan adayın bulunması zor ise de istenilen kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan adayların elimine edilmesinin sağlanmış olması açısından önemli olmaktadır. Bu bağlamda ideal adayın belirlenmesi, işletmenin sahip olmadığı veya yeterli düzeyde sahip olmadığı tamamlayıcı gücü elde etmesini sağlayacaktır. Diğer şeyler sabitken, zayıflıklar, birleşerek şirketin güçlü yönleriyle eşlenecektir. Örneğin, bir şirketin kendilerinden tam olarak yararlanamadığı yetenekli bir yönetim kadrosu varsa, en uygun birleşme adayı hızla büyüyen ve fakat bu büyüme eğilimini destekleyecek yönetim kadrosundan yoksun bir işletme olacaktır [Çelik, 1999:65].

Genellikle hedef olarak seçilen şirketler kâr oranları düşük, yavaş büyüyen ve etkin çalışmayan şirketlerdir. Bu şirketlerin finansal kaldıraç dereceleri düşüktür. Yani bu şirketler borçlanma yoluna az başvuran şirketlerdir. Bu şirketlerin teminat olarak kullanılacak varlıkları mevcuttur, likiditeleri yüksektir, piyasa değerleri defter değerlerinin altındadır, fiyat /kazanç oranları düşüktür ve hisse senetleri hissedarlar arasında dengeli bir şekilde dağılmıştır[Türko,1999:589].

Birleşmeler ve satın almalar için geleneksel reçete olan “araştır, müzakere et ve birleş” kuralı yanıltıcı olabilir. Birleşmelerde, tüm işlemler devam eder niteliktedir. Birleşme anlaşması imzalandığında, ortak arayışı durmaz: mevcut ortaklar konuşmasa da, diğer seçenekler var olmaya devam edecektir. Anlaşma imzalanınca

müzakere durmamalıdır, çünkü dış şartlar değişmeye devam eder ve çeşitli ortakların katkıları ve elde ettikleri faydalar değişir[Doz ve Hamel, 1999:32].

2.3.3. Birleşme Görüşmeleri

Çağımızda genellikle çok uluslu şirket stratejisi olarak karşılaştığımız birleşmelerin türü ve amacı ne olursa olsun başarılı olabilmesi için birleşme öncesinde dikkatle incelenmeleri gerekmektedir.

Bir çok birleşme ve devir işlemi samimi bir ortamda müzakere edilmektedir. Süreç, satın almayı amaçlayan şirket yöneticilerinin hedef şirket yönetimi ile; her iki şirketin yatırım bankerleri aracılığı ile temasa geçmeleri ile başlamaktadır. Her iki şirketin idare heyeti devir ve birleşme durumunun şirket yönetim kurullarının onayından geçmesi zorunluluğundan dolayı görüşmelerin her aşamasını güncelleşmiş olarak yönetim kurullarına bildirirler. Kimi zaman bu süreç pürüzsüz ve hızlı bir biçimde şirketlerin birleşmesi ya da devri ile sonuçlanmaktadır. Ancak bazen bu dostça ortam yok olmakta ve bunun neticesinde süreç ya teklifin geri alınması ya da hedef şirketin isteği dışında düşmanca ele geçirilmesi ile sonuçlanmaktadır[Tunal,2000:56].

Bir şirket birleşmesinde görüşmelerin şartları iki önemli unsuru kapsamaktadır [Brigham,1996:144]. Bunlar; birleşme sonunda şirketi kimin yöneteceği ve birleşmelerde ne kadar ve nasıl ödeme yapılacağıdır.

Birleşme görüşmelerinde şirketlerin yöneticilerinin birleşme sonrasında ne olacağı son derece önemli olmaktadır. Özellikle sahipliğin ve yönetimin aynı kişi veya kişilerde olduğu küçük bir şirketin daha büyük bir şirket ile birleşmesi durumunda, sahip- yönetici üst düzey konumunu koruma konusunda bir takım endişeler taşıyabilir. Bunun yanında çalışanları ile arasında yakın ilişkiler de bulunabilir. Dolayısıyla bu noktalar muhtemelen şirket birleşme görüşmelerinde gündeme gelecektir. Halka açık ve hisse senedi sahipleri tarafından kontrol edilemeyen bir şirket, başka bir şirket ile birleştiği zaman birleşilen şirketin yönetimi de birleşme

sonrası durum konusunda bir takım şüphelere sahip olabilir. Eğer alan şirket eski yönetimi korumayı kabul ederse o zaman yönetim birleşmeyi desteklemeye ve hisse senedi sahiplerine birleşmenin onaylanmasını önermeye istekli olabilir. Eğer eski yönetim görevden alınacak ise muhtemelen şirket birleşmesine karşı direnecektir. Bazen de yöneticiler kendilerine “altın paraşütler” ararlar. Altın paraşütler bir şirket birleşmesinin tamamlanması durumunda geçerlilik kazanan aşırı derecede kârlı emeklilik, yüksek tazminat ödenmesi şeklinde gerçekleşebilir[a.g.e.,s.144].

Birleşme sonuçları açısından, başarılı bir birleşme işleminden fayda sağlayan grup, genel olarak devralan şirketin yönetim kadrosudur. Birleşme sonucunda yöneticiler kendilerine yüksek bir statü ve daha yüksek bir gelir sağlayan daha büyük bir işletmeyi yönetmeye başlarlar. Başarılı bir birleşme sonunda kayba uğrayan taraf ise, genellikle hedef şirketin yönetim gurubudur[Sawyer ve Shrieves,1994:46-47]. Dolayısıyla birleşme görüşmelerinde bu grup, kendi çıkarlarını hisse senedi sahiplerinin çıkarlarından daha üstün tutacak girişimlerde bulunabilmektedirler[Samuels vd., 1995:867].

Birleşme faaliyetlerinde şirket yöneticileri önemli bir rol oynarlar. Hisse senedi sahipleri ise göreceli olarak şirket yöneticilerine göre pasif durumdadırlar. Her ne kadar birleşmelerde son söz hisse senedi sahiplerine ait ise de burada yöneticilerin davranışları ve beklentileri de önemli olmaktadır[Rovenpor,1993:28]. Devralan şirketin hisse senedi sahipleri, kişisel olarak birleşme yapmamalarına rağmen yöneticilerin kendi çıkarlarını ilgilendiren faaliyetleri ile kendilerinin çıkarları arasında denge olup olmadığına karar verirler ve gerekli görürlerse yöneticileri değiştirmek için girişimlerde bulunurlar. Bu anlamda, devralan şirketin yöneticileri, hisse senedi sahiplerinin servetlerini maksimize etme görevlerini fazla göz ardı edemezler. Ancak kendi çıkarlarını da birleşme görüşmelerinde gündeme getirebilirler[May, 1995:1291].

Bir şirket birleşmesinde ikinci temel unsur hedef şirket için ödenecek fiyattır. Bu fiyat, hedef şirketin hisse senedi sahiplerine çeşitli şekillerde ödenir. Birleşmelerde, devralan şirket, mümkün olduğunca düşük bir fiyatla diğer bir şirketi devralmaya

çalışacaktır. Buna karşın hedef şirket ise, mümkün olan en yüksek fiyatla satılmaya çalışacaktır. Nihai fiyat, birleşme görüşmeleriyle belirlenir. Birleşme sürecinde devralınan şirket tarafı neyin satıldığını bilmesine karşın devralan taraf neyi aldığını tam olarak bilemez. Bundan dolayı satın alan tarafın çabası, hedef şirket hakkında mümkün olduğunca çok bilgiye ulaşmaktadır. En iyi pazarlığı yapan taraf şüphesiz, birleşme görüşmelerinde daha kazançlı çıkacaktır. Hemen belirtilmelidir ki birleşmeden beklenen sinerjik faydalar ne kadar büyükse pazarlık payı da o kadar büyük olacak ve birleşmenin tamamlanma olasılığı o kadar yüksek olacaktır[Brigham, 1996;145]. Çünkü beklenen bu faydalardan dolayı firmalar daha olumlu tekliflerde bulunacaklardır.

Şirketlerin yönetim kurulları birleşme veya devir işlemlerini yürütmek ve görüşmek üzere kurul içinde özel komiteler de atayabilirler. Bu komiteler üç farklı kademede gruplandırılabilir. Bunlar; Birleşme ve yürütme kurulu, birleşme takımları ve görev gücü takımlarıdır[Arslan,2001:51]. Birleşme ve devir görüşmelerinden menfaat sağlaması kuvvetli muhtemel olan yöneticilerin söz konusu bu komitelere dahil edilmemelerinde büyük faydalar bulunmaktadır. Görüşmelerin karışıklık boyutu arttıkça komite kurulmasına olan ihtiyaç da artmaktadır. Bu komitenin yasal hususlar, görüşmelerin hakkaniyete uygunluğu, iş hukuk kuralları ve diğer bir çok konuda yol gösterici tavsiyelerde bulunmak gibi görevleri bulunmaktadır. Bu komite, yönetim kurulu ile beraber görüşmelerin her yönünün dikkatlice incelenmesi sorumluluğunu üstlenmektedir. Halka açık şirketlerde görüşme sürecinin yetersizliği sonucunda hisse sahiplerinin zarara uğraması durumunda şirket yöneticilerinin kanuni müeyyidelere muhatap olma ihtimalleri de bulunmaktadır[Tunal, 2000:56].

Böyle bir durumda çok dikkatli olunması gereken bir nokta da, ortaklara teklif yapılıncaya kadar bu amacın gizli tutulması gereğidir. Bunun tersi durumunda, söz konusu şirketin yöneticileri bir takım savunma taktiklerine başvurarak birleşmeyi önlemek için harekete geçebilirler. Böylece yapılacak olan bu birleşmeyi kârlı olmaktan çıkarabilirler veya şartları birleşmek isteyen şirket açısından daha da ağırlaştırabilirler[Akgüç,1994:886].

Şirket birleşmesi analizi teorik olarak kolaydır. Alan şirket sadece şirket birleşmesinden beklenen nakit akımlarının bugünkü değerinin hedef şirket için ödenmek zorunda olunan fiyatı aşıp aşmadığını belirlemek için bir sermaye bütçeleme analizi yapar. Eğer net bugünkü değer pozitif olacağı tahmin ediliyorsa, birleşme faaliyeti gerçekleştirilir. Birleşme teklifinde bulunan şirket açısından ise, birleşme sonrasında oluşacak şirketin tahmin edilen nakit akımları, şirketin bağımsız faaliyette bulunmaya devam etmesi durumunda gelecekte elde etmeyi beklediği nakit akımlarının bugünkü değerini aşarsa teklif kabul edilmelidir. Ancak teori böyle olmasına karşın uygulanmasında bazı problemler söz konusu olmaktadır. Bu problemler şu şekilde sıralanabilir[Brigham,1996:142];

- Devralan şirket, birleşmeden kaynaklanacak nakit akımlarını tahmin etmek zorundadır, bu ise çoğunlukla kolay olmamakta ve bazen de mümkün olmamaktadır,
- Ayrıca birleşmenin, şirketlerin kendi öz kaynak kârlılık oranı üzerindeki etkisinin ne olacağı ayrıca belirtilmelidir,
- Şirket, birleşme için nasıl ödemede bulunulacağına karar vermek zorundadır,
- Birleşmenin kazançlarını tahmin ettikten sonra devralan ve hedef şirketin yöneticileri ve hisse senedi sahipleri bu kazançların nasıl paylaşılacağı konusunda pazarlık yapmaları gerekir.

Birleşme görüşmeleri ve firmaların değerlemesi, şirketlerin kendi çabalarıyla yürütülebileceği gibi küçük veya büyük ölçekli değerlendirme şirketleri tarafından veya profesyonel olarak değerlendirme ile uğraşan firmaların katkılarıyla da gerçekleştirilebilir[Tavmergen,2000:1]. Bunun yanı sıra aracılar sadece birleşme görüşmelerinde değil birleşmenin diğer aşamalarında da şirketleri danışmanlık hizmeti verebilirler. Aracılar, birleşme taraflarını bir araya getiren, şirketlerin değerlemelerini yapan, hukuki düzenlemeler hakkında danışmanlık hizmeti veren veya pazarı araştıran taraf olarak birleşme sürecine katılırlar[Clark,1991:10].

Birleşme görüşmelerinde görev alan yöneticiler, bu süreç boyunca meydana gelebilecek istikrarsızlığın kaynaklarını anlamalı, bağlılık ve amacı zayıflatan olayları ve güçleri tahmin edebilmeli ve bunlara zamanında tepki verebilmelidir [Doz ve Hamel,1999:29]. Bu süreçte ortaya çıkan ve istikrarsızlığa sebep olan gelişmeler ise, yeni ortaya çıkan pazarlar, yeni ortaya çıkan teknolojiler, rakipler, ortaklar ve hukuki değişiklikler olarak sayılabilir.

Birleşme görüşmelerinde, şirketin iç verimliliğinin de iyi araştırılması gerekmektedir. Bundan amaç, üretim süreci, personel kullanımı, yönetici grubun verimliliğinin incelenerek, eksikliklerin giderilmesinin şirket performansını nasıl etkileyeceğinin belirlenmesi gereklidir. Verimliliğin sağlanmasıyla maliyetlerin azaltılabileceği düşünülüyorsa, geçmiş döneme ait rakamlar bu şartlar göz önüne alınarak tekrar değerlendirilmelidir[Zeybek,1996:18].

Şirket varlıkları hem faaliyetlerin devam ettirilmesi hem de kullanılacak kredilere teminat gösterilmesi açısından önemli olmaktadır. Teminat gösterilerek kullanılacak krediler için daha düşük oranda faiz ödeneceği düşünülerek şirketteki varlıkların şirkete ait olanlarının, kiralananlarının veya leasing yöntemi ile edinilenlerin dolayısıyla teminat olarak gösterilebileceklerinin ayrımı iyi yapılmalıdır. Teminat olarak gösterilebilecek olsalar da bazı varlıkların faiz avantajı sağlayacak şekilde kullanılmalarıydansa, satılarak yüksek miktarda borçlu olan şirkete kaynak oluşturmaları daha uygun olabilir. Bunun için varlıkların gelecekte nakit sağlamak üzere satılabileceği de düşünülerek likiditeleri araştırılmalıdır.

Şirketlerin genelde belirli bir geçmişleri olacağından karar aşamasında bunların gözden geçirilerek geleceğin tahmin edilmesinde kullanılması gereklidir. Geleceğe yönelik tahminler yapılabilmesi için insan kaynakları, organizasyon, ticari ürünler, finansal kaynaklar, maddi duran varlıklar gibi bazı temel verilerin tamamen ortaya konulması gerekmektedir. Geleceğe yönelik tahminler yapılırken, satışlarda ve maliyetlerdeki mevsimsel dalgalanmalar, başlanılan projeler dikkate alınmalı, tahminlerin dayandırıldığı varsayımlar iyi belirlenmelidir[a.g.e,s.21].

Bu nedenle, içerdği tüm bu zorluklar nedeniyle yapılan çaba, maliyet ve zaman faktörlerinin boşa gitmemesi için sinerjiyi oluşturabilecek birleşmelere, üzerinde iyice düşünülüp, gerekli analizler yapıldıktan ve fayda getireceğinden emin olunduktan sonra girilmelidir. Bu noktada birleşmelerin bir amaç eğil, araç olduğu unutulmamalıdır.

2.4. Birleşmelerde Uygulanan Ödeme Yöntemleri

Şirket birleşmelerinde, ödenecek bedel, teklifler arasında seçim yapmada dikkate alınacak en önemli etken olmakla beraber, bedelin ödeme şekli ve eğer bedel, varlığını devam ettirecek firmanın hisse senetlerinin verilmesi yoluyla ödenecekse, alıcı firmanın yönetici kadrosunun yetenekleri, birleşmeden sonra yeni ürünler geliştirme, yeni pazarlara girme, finansman kaynakları bulma imkanları dolayısıyla alıcı firmanın gelecek yıllardaki büyüme hızı, nihai kararlarda göz önünde tutulması gereken diğer önemli faktörlerdir[Okka,1998:49].

Bu nedenle birleşmelerde veya satın almalarda bedelin nasıl ödeneceği oldukça önemli olmaktadır. Alıcı firma hedeflenen firmaya nakden ödemedede bulunabileceği gibi, kendi hisse senetlerinin verilmesi veya tahvil ya da borçlanma yoluyla da ödeme yapabilmektedir. Ayrıca bu ödeme şekillerinin hepsinden aynı anda yararlanması da mümkün olabilmektedir.

Şirket birleşme ve satın almalarında, alternatif finansman modeli seçiminde satın alma işleminin büyüklüğü, satın alan şirketin mevcut nakdi, satın alan şirketin hisselerine olan talep, satın alma şartları(fiyat,ödem, vb.) ve piyasanın o dönemdeki durumu gibi faktörler önemli bir rol oynamaktadırlar[Bicik,2000:40].

Birleşme kararı veren şirketler, birleşme faaliyetini tamamlamak için şekilde-5'de de görüldüğü gibi farklı ödeme yöntemlerini kullanabilirler. Görüşme sürecinin anahtar unsuru olan ödeme yöntemlerinin belirlenmesi aşamasında belirlenen ödeme

yöntemi hem devralan hem de hedef firma bakımından kabul edilebilir bir yöntem olmalıdır [McLaney,1994:351]. Bunun yanı sıra, ödeme yöntemleri arasında esneklik olması, görüşme sürecinde ortaya çıkan alış ile satış fiyatı arasındaki açığın kapatılmasına yardımcı olan bir unsurdur. Genel olarak birleşme karşılığında yapılacak ödeme yöntemleri aşağıdaki gibidir[Çelik,1999:70].

2.4.1. Nakit Ödeme

Nakit ödeme biçiminde, alıcı şirket hedef şirketin hisse senetlerini nakit karşılığında almaktadır. Hedef şirketin hisse senedi sahipleri açısından nakit ödemenin bir takım yararları bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir;

Nakit ödemede, hedef şirketin hisse senedi sahiplerinin birleşme sonucunda elde edecekleri değer açıktır. Nakitle ödeme yönteminin alternatiflerinden birisi olan hisse senetlerinin değişimi yönteminde, hisse senetlerinin piyasa değerlerindeki değişimler hisse senedi sahiplerinin servetlerini de değiştirecektir. Her ne kadar hisse senetlerinin değişimi teklifi yönteminde devralan şirketin hisse senedi sayısındaki artmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi kesin olmamasına karşın, hisse senedi sahiplerinin hisselerini sulandırması açısından büyük önem taşımaktadır[Samuels, vd.,1995:879].

Birleşme karşılığında nakit ödemede bulunulması, hedef şirketin hisse senedi sahiplerinin değişen kârlı yatırım fırsatlarıyla karşılaştıklarında likiditelerinin yükselmesine neden olacaktır. Eğer bir hisse senedi sahibi kârlı bir yatırım fırsatından yararlanmak için hisse senetlerini satmak isterse, hisse senetlerinin nakde çevrilmesi ek bir çaba ve ek maliyetler getirecektir.

Hedef şirketin hisse senedi sahipleri için nakit ödeme teklifinin sakıncası ise, vergi boyutunda ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi sahibi elindeki hisse senetlerini sattığında, satış fiyatı eğer aldığı fiyatın üzerinde ise bir sermaye kazancı elde etmiş

olacaktır[a.g.e.,s.879]. Sermaye kazançları ise bir çok ülkede gelir vergisinin konusunu oluşturur. Hisse senetlerinin değişimi yönteminde ise bu durum hisse senetleri satılınca kadar ertelenmiş olacaktır.

Vergi, bir hisse senedi sahibinin nakit ödemeyi veya diğer ödeme yöntemlerinin hangisini tercih edeceğinde kritik bir önem taşımaktadır. Özellikle bireysel yatırımcılar açısından vergi uygulaması nakit ödenmesi yöntemini reddetmeleri için yeterli bir sebep olmaktadır. Bu durumdaki bir hisse senedi sahibi nakit ödeme teklifini kolaylıkla reddedebilecektir. Bunun yanında nakit ödeme teklifi, kurumsal yatırımcılarca, her hangi bir alandaki fonlarını yeniden yatırma fırsatı verdiği için vergi sonucu doğurmasına rağmen tercih edilebilir[a.g.e.,1995:880].

Alıcı şirketin hisse senedi sahiplerinin bakış açısından, nakit ödeme teklifinin yararları şunlardır[a.g.e.,s.880];

- Birleşme sürecinde hedef şirketin hisse senedi sahiplerinden birleşmeye karşı bir direnç beklenmesi durumunda, uygun bir fiyatlandırma ile bu direnç kırılabilir. Böylece birleşme işleminin başarıyla tamamlanma olasılığı artar.
- Nakit teklifi, devralan şirketin hisse senetlerinin fiyatını etkilemeyecektir. Bu anlamda önemli bir noktada da genellikle devralan şirketin hisse senedi sahipleri için nakit ödeme teklifinin şirketleri üzerindeki kontrollerini azaltmamasıdır. Alıcı şirket için nakit ödemenin önemli olabilecek bir etkisi de hisse senedi sahiplerinin profilini değiştirmemesidir. Hisse senedi sahiplerinin profili, yöneticilerin sahip olduğu güç bakımından önemli olmaktadır. Örneğin, mevcut yöneticilere sadık olan birçok küçük bireysel hisse senedi sahiplerinden oluşan bir şirketin karakteri, eğer birleşme sonunda hisse senetlerinin tamamı değiştirilirse, farklılaşacaktır. Bu ise devralan şirketin yönetim grubu için tercih edilmeyen bir durum olacaktır.
- Nakitle ödeme diğer her hangi bir ödeme şekline göre daha hızlı bir şekilde yapılabilir. Nakit olmayan ödeme biçimleri genel olarak birleşme

faaliyetinin tamamlanma zamanını uzatan ve karmaşıklaştıran bir takım bürokratik işlemleri de beraberinde getirir.

Doğaldır ki başka bir şirket ile birleşmek isteyen herhangi bir şirket, nakit ödeme yöntemini tercih ettiyse, bu yolla birleşmek için elinde yeterli nakdi olması gerekir. Eğer firmanın birleşme için yeterli düzeyde nakdi yok ise, bu nakdi muhtemelen borçlanarak elde edecektir. Şirketin nakit sağlamak için borçlanma yoluna gitmesi, büyük ölçüde birleşme öncesindeki borçlanma kapasitesine bağlı bulunmaktadır [a.g.e.,s.879]. Eğer şirket uygun bir borçlanma kapasitesine sahip değilse birleşmelerin nakit ödenerek gerçekleştirilmesi mümkün olmayacaktır. Bunun yanında borçlanmanın uygun şartlarda olması da gerekmektedir.

Ayrıca alıcı firma satın aldığı firmanın varlıklarını teminat göstererek sağlayacağı kredi ile de ödemede bulunabilir. Bu türlü ödemeye “kaldıraçlı ödeme” denir ve genellikle gelişmiş ekonomilerde yaygın bir şekilde uygulanan bir yöntemdir [Türko,1990:593].

Birleşme sonrasında, çoğunlukla satın alan şirketin veya oluşan yeni şirketin hisselerinde önemli bir düşüş olmaktadır. Hisse senetlerinin değerindeki bu düşmenin engellenmesi için satın alma ve birleşmelerde nakitle ödeme yapma daha güvenli bir yol olmaktadır[Yaşa,2000:1].

2.4.2. Hisse Senedi Değişimi Yoluyla Ödeme

Bu yöntemde şirketler hisse senetlerini birleşme görüşmelerinde belirlenecek olan bir “değişim oranından” değiştirirler. Bu yöntemin seçilmesinde birleşmenin yapısı, hisse senedi sahiplerinin profili, birleşilecek şirketin sermaye piyasası performansı ve uzun dönemli çeşitli vergi sonuçları gibi birçok unsurun göz önünde bulundurulması gerekir. Bunların yanı sıra hem devralan şirketin hem de hedef şirketin gelecekteki yatırım imkanları da hisse senetlerinin değişimi yöntemini kullanma kararlarını etkilemektedir. Yüksek getiri beklenen yatırım imkanları, hisse senedi ile finansmanı çok büyük ölçüde geçerli kılmaktadır [Martin, 1996:1228].

Bu konuda yapılmış ampirik çalışmalarda görülmüştür ki, eğer devralan şirket kendi hisse senetlerinin düşük değeri olduğu hakkında özel bilgilere sahipse, nakit ödeme teklifini veya tersi olarak; aşırı değeri olduğu bilgisine sahipse hisse senedi değişimi teklifini tercih eder. Bu anlamda piyasa, şirket için, nakit teklifini “iyi haber”, hisse senedi değişimi teklifini “kötü haber” olarak değerlendirmektedir[Sung,1993:351].

Hisse senetlerinin değişiminin hedef şirket açısından bir avantajı, devralan şirketin görece olarak yüksek Fiyat /Kazanç oranına sahip olması durumunda hedef şirketin gelecekteki kazançları üzerinde olumlu bir etkisinin olmasıdır. Diğer yararları ise şu şekilde özetlenebilir[Samuels vd.,1995:883];

- Bu yöntem uygulandığında, daha önce ifade edildiği gibi sermaye kazancından doğan gelir vergisi, hisse senedi sahipleri tarafından hisse senetleri satılınca kadar ertelenebilir.
- Hisse senedi değişimi yoluyla ödemede, hedef firmanın hisse senedi sahipleri devrettikleri şirket ile halen finansal olarak ilgilerini sürdüreceklerdir. Normal olarak firmanın kontrolünü kaybedecek olmalarına rağmen, eğer devrettikleri şirketlerine yapılacak yatırımı değerli bir yatırım olarak görüyorlarsa, birleşme sonucu oluşan yeni şirketten tatmin edici bir getiri bekleyebilirler. Bunda birleştikleri şirketin yöneticilerinin başarılı olacağına inançları da etkili olacaktır. Böylece birleşme sonrası bekledikleri olumlu gelişmelerden yararlanabileceklerdir.

Hisse senedi değişimi yoluyla ödeme yöntemi, devralan şirketin hisse senedi sahiplerinin hisselerinde bir sulanmaya neden olabilecektir. Çünkü birleşme sonucunda şirketin dolaşımdaki hisse senedi sayısı artacaktır. Hisse senedi sahiplerinin bu duruma razı olmaları için birleşme sonucu oluşan şirketin uzun dönemde kazançlarının fazla olacağına dair güçlü beklentilerinin olması gerekir. Hisse senetlerinin sulanması bazı örneklerde şirketin hisse senedi fiyatlarını düşürdüğü görülmektedir. Ancak bu kısa dönemli bir etkidir. Çünkü birçok birleşme

örneğinde, hisse senediyle ödeme yapma teklifinde bulunulduğunda birleşmenin tamamlanmasından kısa bir süre sonra alıcı şirketin hisse senedi sahiplerinin bir çoğu hisselerini satmak için piyasaya girdikleri görülmektedir. Bu etki devralan şirketin birleşmenin ilk etkisi olarak düşen hisse senedi fiyatlarında daha sonra bir yükselme sağlayacaktır[Samuels vd.,1995:883].

Son zamanlarda yapılan birleşmelerde ödemeler genellikle hisse senedi ile yapılmaktadır. Bu durum, yukarıda da ifade edildiği gibi, hisse senedi sahibi küçük yatırımcılar için büyük bir para kaybına yol açsa da, tüm bu olumsuz sonuçlarına rağmen bu trend gittikçe de yükselmektedir[Yaşa,2000:1].

2.4.3. Tahvil ve İmtiyazlı Hisse Senedi İhracı Yoluyla Ödeme

Günümüzde birleşme faaliyetinde ödeme yöntemi olarak tahvil ve imtiyazlı hisse senedi diğer yöntemler kadar sık kullanılmamaktadır. Devralan şirket açısından bu yöntemin kullanılmasında bir takım sorunlar da bulunmaktadır. Bu sorunlardan ilki, hedef şirketin hisse senedi sahiplerini ikna edebilmek için sabit faiz ödemelerinin hangi oranda olacağıının belirlenmesindeki güçlüktür. İkincisi, ekonomide faiz oranları yüksek olduğu zaman, sabit faiz oranlı menkul kıymetler ihraç etmek, gelecek yıllarda faiz oranlarının düşeceği tahmin ediliyorsa maliyetli bir taahhüt olacaktır. Buna karşın, karşı şirkete değişken faizli menkul kıymetler teklif edilebilir olmasına karşın bu teklifin hedef şirkete kabul ettirilmesi oldukça güçtür[Samuels vd.,1995:884].

Bunların dışında ödeme şekli olarak bazen hisse senedine dönüştürülebilir tahviller de kullanılabilir. Bu yöntemde, belirli bir zaman aralığı için sabit faiz ödemeleri ve bu zaman aralığının bitiminde devralan şirketin hisse senetlerinden alınıp alınamayacağı kararı verilir. Hisse senedine çevrilebilir tahvilin bir ödeme şekli olarak kullanılmasıyla hisse senetlerinin sulanması etkisi ertelenmiş olur [a.g.e.,s.884].

Devralan şirketin tahvil kullanılması teklifinin o işletmeye sağlayacağı temel fayda, temettü ödenmemesi ve tüm yapılan faiz ödemelerinin vergi avantajı sağlamasıdır. Hedef şirketin hisse senedi sahipleri, birleşme sonunda oluşacak şirketin gelecekteki beklentileri ile ilgili şüpheleri olduğu zaman bu firmadaki hisse senedi yatırımları yerine, gelecekteki getirilerinden daha emin olabilecekleri ödeme araçlarını tercih edebilirler. Bu anlamda tahvil, diğer şeyler sabitken, uygun bir ödeme aracı olabilir[McLaney,1994:352].

Bu yöntemi teklif eden şirket, gelecekteki faiz oranları hakkında olumlu beklentilere sahipse ve hedef şirketin hisse senedi sahiplerini tahville ödemeyi kabul etmeleri için ikna edebilirse, bu şirket için çok tatmin edici olacaktır. Birleşme sonucunda devralan şirket başarılı olursa tahvillerin vade süresi boyunca ana para ödemeleri için rezerv oluşturabilir. Ayrıca şirket, birleşmeden sonra daha fazla nakit sağlamaya başlarsa bu rezervin oluşturulması daha da hızlı olabilir [Samuels vd.,1995:884].

İmtiyazlı hisse senetleri, birleşmelerde ödeme yöntemi olarak tahviller kadar sık kullanılmamaktadır. Kullanılmasındaki temel sakıncalardan birisi, ödemelerinin sabitlenmiş olmasıdır. Bunun yanında şirket için herhangi bir vergi avantajı sağlamaz. Devralınan şirket sahipleri için ise oy hakkı tanınmayan bir menkul kıymet türüdür [a.g.e.,s.884].

2.4.4. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme

Bu yöntem ödeme yapmakta devralan şirkete kolaylık sağlayan bir yöntemdir. Bu yöntemde ödenmesi gereken miktarın bir kısmı herhangi bir yöntemle ödenir, kalan kısım birleşme sonrasında oluşan şirketin gelecekteki kazançlarına bağlı olarak yapılır.

Birleşmelerin bu yöntemle finanse edilmesinin yararları aşağıdaki gibi özetlenebilir[a.g.e.,s.885];

- Bu yöntem birleşmenin ilk finansal maliyetlerini düşürür,

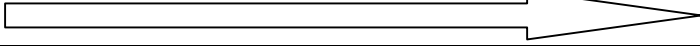
- Birleşme sonrasında devralınan firmanın elde ettiği toplam kârlar, devralma fiyatı henüz ödenmemiş dahi olsa ana firmaya aktarılabilir. Bu ise yeni şirketin Net Kâr/Öz sermaye oranının daha tatmin edici seviyede olmasına yardımcı olur,
- Gelecekteki performansa göre ödeme yönteminde, devralma fiyatının tamamının ödenmesinin firmanın gelecekteki performansına bağlı olması devralınan firmanın yönetim grubunun şirket çıkarları için aynı güçle çalışmalarını teşvik eder,
- Bu yöntemde şirkete değerinden daha fazla ödemede bulunma olasılığı daha düşüktür.

2.4.5. Yüksek Riskli Tahvil İhracı Yoluyla Ödeme

Düşük yatırım derecelendirilmesi ve göreceli olarak yüksek riskli şirketlerce çıkarılan yüksek riskli tahviller, 1980'lerin ortalarında birleşmelerin finansman kaynaklarından birisi olarak sıkça kullanılmıştır[Çelik,1999:76]. Genellikle birleşmelerin bir finansman aracı olarak yüksek riskli tahviller küçük firmaların daha büyük firmalar ile birleşmelerini mümkün kılmak için ihraç edilmektedir. Küçük firmalar bu tahvilleri çıkararak önce gerekli nakdi elde ederler, daha sonra bu nakdi daha büyük firmayı devralmak için kullanırlar[Samuels vd.,1995:885].

Yukarıda ayrıntılı olarak değişik başlıklar altında incelendiği gibi, şirket birleşme ve satın almalarında değişik finansal enstrümanlar kullanılmaktadır [Bicik,2000:15]. Bunlar basitten karmaşığa doğru aşağıdaki Şekil-5'de özetlenmiştir.

Şekil-5: Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Finansman Mix'i

Basit						Kompleks
Nakit veya menkul kıymet ile finansman	Menkul Kıymet /nakit ile finansman + Satan şirketin sağladığı finansman	%25- %50'lik kısım için Alıcı şirket sermaye koyar + geri kalan kısım kredi ile finanse edilir.	%25'lik kısım için Alıcı şirket sermaye koyar + %50'lik kısım "senior lender" tarafından finanse edilir + %25'lik kısım "subordinated lender" tarafından finanse edilir.	%30'luk kısım için Alıcı şirket sermaye koyar (bu özel sermaye fonu veya hisse senedi halka arzı ile olabilir) + %50'lik kısım "senior lender" tarafından finanse edilir + %25'lik kısım subordinated lender tarafından finanse edilir.	Toplam ödeme birkaç finansman enstrümanının kombinasyonu ile gerçekleşir: -Nakit -Satan şirketin sağladığı finansman - Alıcı şirketin menkul kıymetleri - Kredi (senior ve subordinated debt) - Özel sermaye fonundan sağlanan finansman	

Kaynak: Bicik, Çiğdem; Şirket Evlilik ve Satın Almalarında Alternatif Finansman Modelleri, Şirket Evlilikleri ve Satın Almalar Konferansı, İstanbul- Ekim-2000,s.15

3. HUKUKİ MEVZUAT AÇISINDAN TÜRKİYE'DE ŞİRKET

BİRLEŞMELERİ

3.1.Türkiye'de Şirket Birleşmeleri

Şirket birleşmeleri, genelde birleşmenin gerçekleşeceği ülkelerdeki hukuki düzenlemeler kapsamında yapılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, ülkemizde de şirket birleşmelerinin ne şekilde yapılacağı değişik kanunlarla belirlenmiştir. Her kanun kendi bakış açısına göre şirket birleşmelerinin nasıl yapılacağını düzenlemiştir.

Ülkemiz uygulamalarına yön veren kanunların başında Türk Ticaret Kanunu(TTK) gelmektedir. Vergi kanunları da birleşmeler hakkında çeşitli düzenlemeler içermektedirler. Sermaye Piyasası Kanunu(SPK), daha çok halka açık şirketlerin birleşmeleri ile, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun(RKHK) ise şirket birleşmelerinin rekabeti azaltma etkisinin olup olmaması açısından birleşmelerle ilgilenmektedir.

Yukarıda da ifade edildiği gibi Türkiye'de şirket birleşmeleri, çeşitli uygulama ve kanunlarla teşvik edilmektedir. Bu bölümde, Türkiye'deki uygulamalar açısından şirket birleşmeleri; TTK, Vergi Kanunları (Kurumlar Vergisi(KV), Gelir Vergisi(GV) ve Katma Değer Vergisi(KDV)), SPK ve RKHK hükümlerine göre değerlendirilmiştir.

3.1.1. TTK Açısından Şirket Birleşmeleri

3.1.1.1. TTK Açısından Birleşme Kavramı

Teknik ve hukuki anlamda birleşme; bir veya daha çok ticaret ortaklığının mal varlığının, tasfiye olunmaksızın, içeriden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa, kendiliğinden ve külli halefiyet(bütün olarak devir) yolu ile geçmesi, bu suretle mal varlıklarının birleşmesi ve intikal eden mal varlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değiş tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanmasıdır[Poroy vd, 1995:87].

Buna göre birleşmenin belirgin özelliği, birleşen kurumun kül halinde tüzel kişiliğinin son bularak birleşilen kuruma devredilmesi ve karşılığında da birleşen kuruma birleşilen kurum tarafından kendisine ait sermaye payı verilmiş olmasıdır [Öngen, 2000:864].

Türk Ticaret Kanunu'na göre şirket birleşmeleri 146-150. Md.'de genel hükümler ve 451-454 md.de de özel hükümler olarak düzenlenmiştir.

Buradan hareketle devralma ile şirket birleşmelerinin de birbirinden kavramsal olarak ayrılması gerektiği ifade edilebilir. Zira her devralma bir birleşme değildir. Birleşmede birleşen şirketin malvarlığı bütün olarak diğer şirkete geçmektedir. Bunun karşılığında da yeni kurulan yada devralan şirketin hisse senetleri alınır. Bu açıdan bakıldığında nakit karşılığında bir devralmada, kısmi devralmada yada bir holding içerisinde hukuki varlıklarını koruyarak bir araya gelen şirketler arasındaki ilişkiler birleşme kapsamında yer almazlar.

Birleşme terminolojisinde devralma karşılığı, devralmayı kabul eden veya yeni kurulan şirketin hisse senetleridir. Eğer devralma karşılığında para veya başka bir bedel ödenecek olursa birleşme gerçekleşmiş olmaz. Birleşmelerde ilke olarak devralınan şirketin ortakları, devralının mal varlığının veya şirketin karşılığı olarak devralan şirkette hesaplama sonunda belirlenen bir değişim ölçüsüne göre kendiliğinden ortaklık payı kazanarak, devralan şirketin ortağı olurlar, böylelikle ortaklıkları sona ermeyip, devralan veya yeni kurulan şirkette sürer. Buna ortaklığın devam etmesi ilkesi denmektedir[Çelik,1999:129].

3.1.1.2. TTK Açısından Birleşme Türleri

Hukuksal anlamda doğrudukları farklı sonuçlar göz önüne alındığında iki tür şirket birleşmesinden söz edilebilir. Bunlardan birincisi, devralma yoluyla gerçekleşen birleşmeler (tam birleşme), diğeri de iki ya da daha çok sayıda şirketin bir araya gelerek yeni bir şirket oluşturmasıyla ortaya çıkan birleşmelerdir (katılma şeklinde birleşme)[Tüzün,2000:1].

Bu durumda T.T.K.'na göre şirket birleşmesi, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmaları veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğeri bir ticaret şirketine katılması şeklinde tanımlanmıştır[T.T.K.m.146].

Yukarıdaki tanım, T.T.K.nun birleşmelere bakışını ve benzer durumlardan ayrılması gerektiğini göstermektedir. Tanımın sınırları dışında birden çok ticaret şirketinin malvarlıklarını veya işletmelerini birleştirmeyip, birlikte çalışmaları, işbirliği yapmaları, birinin hakimiyetini kabul edip bütün imkanlarını ona tahsis etmeleri, işletmenin mal varlığının bir kısmının veya tamamının devir alınması gibi hallerde, belirtilen anlamda mal varlığı birleşmesi olmadığı için teknik ve hukuksal anlamda tanıma uygun birleşme de olmamaktadır[Poroy vd.,1995:88].

3.1.1.2. 1. Tam Birleşme

Tam birleşme, en az bir şirketin ortaklarının başka bir şirkete alınması karşılığında, malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o şirkete devrederek tasfiyesiz olarak birleşmesidir[Karayalçın,1988:162].

3.1.1.2. 2. Katılma Şeklinde Birleşme

Katılma şeklinde birleşmede, birleşmeye karar veren şirketlerden biri tüzel kişiliğini kaybetmeden kalır ve diğeri şirketleri de kendi bünyesine devralır. Kalan şirkete devrolan diğeri şirketler ise, tüzel kişiliklerini kaybetmektedirler[Bektöre vd.,2000:73].

Yeni bir şirket kurulması yoluyla birleşme, en az iki şirketin ortaklarının yeni bir şirkete alınmaları karşılığında, mal varlıkları veya işletmelerini aktifleri ve pasifleriyle birer bütün olarak bu şirkete devrederek tasfiyesiz olarak dağılmalarıdır[Karayağın,1988:162].

Bu açıklamalardan sonra genel olarak özetlenecek olursa, TTK açısından birleşmelerin gerçekleşebilmesi için; mal varlıklarının birleşmesi, tasfiyenin ortadan kalkması, birleşme sonunda oluşan şirketin hisselerinin birleşen şirket hisse sahiplerine verilmesi gerekmektedir.

3.1.1.3. Birleşmenin Unsurları

Şirketlerin birleşme yoluyla büyümeye gitmelerinin bir takım nedenleri bulunmaktadır. Kanunlar da bunların gerçekleştirilebilmesi için, işletmelerin bütünlüğünü bozmadan optimal büyüklüğe kavuşmalarını sağlayabilecek gerekli ortamı sağlamalıdır.

TTK.'na uygun bir birleşmeden söz edebilmek için başlıca üç unsurun gerçekleşmesi gerekmektedir[Akay,1997:38]. Bu unsurlardan birinin eksikliği olayı birleşme olmaktan çıkaracaktır. Bunlar kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir.

3.1.1.3.1. Mal Varlıklarının Birleşmesi

Birden çok ticaret ortaklığı arasında birleşmenin varlığından söz edebilmek için, bu ticaret ortaklıklarının mal varlıklarının birleştirilmiş olması gerekmektedir. Malvarlıklarının birleştirilmesinden kastedilen şey, tüm hak ve borçların birbirleriyle birleşmiş, kaynaşmış olmasıdır[Pulaşlı,1995:68].

Hangi tür birleşme kabul edilirse edilsin, birleşme kavramını en belirgin hale getiren özellik ve bu özelliği ifade eden ilke, mal varlıklarının birleşmesi ve bu birleşme sonucunda, devralınan ortaklığın hisse sahiplerine ya kabul eden yada yeni kurulmuş olan ortaklığın paylarının, katılmanın bir karşılığı olarak verilmesidir. Birleşme ve devralmanın karşılığı yeni kurulan ve devralan şirketin hisse senetleri

değil de para veya başka bir şey olursa, TTK.'nun anladığı anlamda birleşme söz konusu olmamaktadır.

Her iki tür birleşmede mal varlıkları birleşirken kendiliğinden, bir bütün olarak külli halefiyet yolu ile yeni kurulan veya devralan ortaklığa geçer. Yani taşınmazlarda tescile, taşınırlarda teslim, alacaklarda temlike, patent, ihtira beratı, markalar, maden hakları gibi bazı mal varlığı parçalarında kanunlarda öngörülen özel devir şekillerine uyulmasına gerek yoktur[Akay,1997:39].

Birleşmeye katılıp infisah eden ortakların mal varlıkları tasfiye edilmez ve bir bütün halinde bünyesinde birleşilen veya yeni kurulan ortaklığa geçer. Yani her iki tür birleşmede de tasfiyesiz infisah söz konusu olmaktadır.

Birden çok ticaret ortaklığının mal varlıklarını birleştirmeyip, birlikte çalışmaları, işbirliği yapmaları, birinin hakimiyetini kabul edip bütün imkanlarını ona tahsis etmeleri gibi hallerde mal varlığı birleşmesi söz konusu olmadığı için TTK.'na uygun bir birleşme gerçekleşmemiş olacaktır. Bu bağlamda örneğin, kartel ve tröstlerde TTK.'nun kabul ettiği anlamda birleşme gerçekleşmemektedir.

3.1.1.3.2. Tasfiyesiz İnfisah

Ticaret şirketlerinin birleşmesini düzenleyen ve genel hükümlerin yer aldığı ticaret şirketleri ile ilgili kitabın 1.faslıının 151. maddesi hükmüne göre; birleşme muamelesi sonucunda, ittifak halindeki birleşmelerde kurulan şirket, yani kuruluş yoluyla birleşmelerde kurulan şirket, ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Bunların hak ve borçları yeni kurulan şirkete intikal eder. İşte bu andan itibaren birleşen veya katılan şirketlerin bütün hakları ve borçları “külli halefiyet” yoluyla kendiliğinden yeni kurulan veya ittifak halinde devam eden şirkete geçmektedir.

Yukarıda yapılan açıklama neticesinde, ticaret şirketlerinin birleşmelerinin sonucunda infisah eden şirketlerin tasfiyesi yapılmaz ve böylece tasfiye önlenmiş olur. Yani TTK.'na göre yapılan birleşmeler Tasfiyesiz İnfisah'ı doğurmaktadır.

Çünkü birleşen veya devrolan ortaklıklar için tüzel kişiliğin kaybı söz konusu ise de, yeni hukuki yapı içinde ekonomik faaliyetten çekilme söz konusu değildir. Bu nedenle birleşme bir tasfiye hali olmayıp, aksine tasfiyesiz infisah halini oluşturmaktadır. Ayrıca birleşme halinde tasfiyesiz infisahın söz konusu olacağı TTK.'nun 439. maddesinde de belirtilmektedir. Bu maddeye göre; anonim şirketin diğer bir şirketle birleşmesi, bir limitet şirket şekline çevrilmesi veya bir kamu hükmi şahsı tarafından devralınması hallerinde tasfiyesiz infisah söz konusu olmaktadır. Bu nedenle de TTK.'nun 451-454. maddelerindeki durumlar için “tasfiyesiz infisah” ifadesi kullanılmaktadır.

3.1.1.3.3. Değişirme Birimi

Birleşme neticesinde, devralan veya birleşen ortaklıkların hisse sahiplerine, devralan ortaklık veya yeni kurulan ortaklık birleşmenin bir karşı edimi olarak kendi paylarını vermelidir. Birleşmeye katılan ortaklıkların hisse sahiplerine bu hisselerin belli bir ölçüye göre verilmesi gerekmektedir. Bu ölçüye ise değişirme birimi denmektedir. Değişirme birimi, infisah eden ortaklık veya ortaklıkların birleşilen şirkete hangi oranda katılacağını gösterir[a.g.e.,s.40].

Devralınan işletmelere verilecek hisse miktarı katılan ve devralan işletme varlıklarının karşılaştırılması sonucunda bulunan bir değişirme oranı ve birimi dikkate alınarak belirlenir[Öngen,2000:866]. Değişirme birimi, ortaklıkların malvarlıkları değerlerine göre belirlenir. Burada malvarlığı kapsamına işletmenin maddi değeri değil, ayrıca onun iç değeri, verim kapasitesi ve gelecek için verdiği ümitleri de kapsayan ideal değeri de girmektedir. Yani değişirme birimi işletme iktisadı ve bilimsel verilere göre bulunan ortaklığın malvarlığı değerleri sonucunda ortaya çıkmaz. Bulunan bu değerlerden sonra birleşmeye karar veren ortaklıkların yönetim kurulları arasında “değişirme biriminin” tespiti konusunda, diğer faktörlerden doğan, örneğin ortaklığın popülaritesi, müşteri çevresi gibi sebepler dolayısıyla pazarlık yapılabilir[Tarakçı, 1995: 423].

3.1.1.4. Birleşmelerde Aranan Temel Şartlar

Birleşme şartları T.T.K.'nın 147,148 ve 149. maddelerinde aşağıdaki gibi hükme bağlanmıştır. Buna göre birleşmenin temel şartları aşağıdaki gibi özetlenebilir;

3.1.1.4.1. Nevilerin Aynı Olma Şartı

Birleşme aynı türden olan şirketler arasında olabilir. Keza, birleşme bakımından kolektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı türden sayılır[T.T.K.m.147].

Bu şarta göre, şirketlerin birleşmesinde temel ilke birleşecek şirketlerin aynı türden olmaları şarttır. TTK birleşme yeterlilikleri bakımından, içlerinden bazılarını “aynı türden” saymasından dolayı ticaret şirketlerini kolektif ve komandit şirketler, anonim ve hisseli komandit şirketler, limited şirketler ve kooperatifler olmak üzere dört grupta toplamaktadır.

Bu guruplandırmadan da açıkça görülebileceği gibi türlerin ayı olması şartının yasaklayıcı ya da olumsuz etkileri, izin verici yada olumlu etkilerinden daha fazla olmaktadır. Buna karşın TTK'nın 152. maddesine göre bir ticaret şirketinin türünün diğer bir ticaret şirketi türüne çevrilmesi mümkündür. Örneğin, bir limited şirket ile bir anonim şirketin birleşmesi için önce bu şirketlerin tür değiştirmesi gerekecektir. Yani limitet şirket ya anonim şirketi ya da sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket türüne dönüştürülmesi gerekir.

3.1.1.4.2. Karar Şartı

TTK'da birleşmenin ikinci şartı karar şartıdır. Birleşme için ilgili şirketlerin, sözleşmelerinin değiştirilmesine ilişkin kurallara uyarak ayrı ayrı karar vermeleri ve bu kararlarını tescil ve ilan ettirmeleri gerekir[T.T.K.m.148]. Buna göre karar şartının temel ilkesi birleşme kararının ayrı ayrı alınması ve bu kararın tescil ve ilan

olunmasıdır. Bu hükmün esas amacı, ortakların menfaatlerini korumaktır [Karayalçın,1988:165].

Birleşme sözleşmesinin içeriği, birleşmenin türüne göre değişik olabilir. Ancak sözleşme karşılıklı ve birbirine uyan birleşme iradeleri ile devralınan şirketin mal varlığının tasfiyesiz bir bütün halinde, devralan veya yeni kurulan şirkete geçeceğini mutlaka içermesi gerekir. Ayrıca, birleşen ve devralan şirketlerin ünvanları, esas sermayeleri, her hissenin nominal değeri, şahıs şirketlerinde ortaklar, hisse tutarları, hisse değişim oranı, esas sermaye artırım tutarı ve iştigal konuları gibi ana noktalar ile birleşmenin şartları ve taraflara yüklediği borç ve yükümlülükler yer almalıdır[Poroy vd.,1995:95].

Birleşme sözleşmesinin düzenlenmesi ve onaylanmasından sonra birleşme ilgili şirketlerce karara bağlanır. Bu açıdan bakıldığında birleşme kararı bu açıdan birleşme sözleşmesinin onaylanması niteliğindedir. Nitekim bu genel hükümden ayrı olarak TTK'nın, birleşme mukavelesi birleşen şirketlerden her birinin umumi heyeti tarafından tasdik olunur(TTK m.452/b.2) hükmü genel hükme özel bir hüküm aracılığıyla açıklık getirmiştir.

Birleşmeyi kabul eden yetkili kurulun (kolektif ve komandit şirketlerde ortakların tümü, limitet şirketlerde ortaklar kurulu, anonim şirketlerde ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde genel kurulda) aldığı kararın tescil ve ilanının hukuki etkileri birleşen şirketlerin türüne ve şirketin devralan veya devralınan şirket olmasına göre değişir.

Anonim şirketlerin birleşmeleri halinde, devralan anonim şirketlerin onay kararının tescili ve ilanı ile devralınan şirketin mal varlığı külli halefiyet ilkesi uyarınca devralan veya yeni kurulan şirkete geçer. Geçiş anı, tescil anıdır. Onay kararının tescili devralınan şirket bakımından kurucu etki gösterir. Tescil, devralınan şirket bakımından sadece bildirici etkidedir. Tescil ve ilan ile devir alan şirket birleşmeyi ve dağılan şirketin mal varlığının kendisine geçtiğini açıklamaktadır.

Anonim şirketler dışındaki ticaret şirketlerinde yetkili organın birleşmeyi kabul kararının tescili hukuki bir etkiye sahip değildir. Sadece tescilin ilanı birleşmenin hüküm ifade edebilmesi için gerekli olan sürenin başlangıcının belirlenmesi rolünü oynamaktadır.

3.1.1.4.3. Bilanço Şartı

TTK'ya göre , birleşen şirketlerin her biri, aralarında belirlenecek bir örneğe göre düzenlenmiş olan bilançolarını ilan etmeye ve birleşme sebebiyle tüzel kişilikleri sona eren şirketlerin kendilerine ait borçlarını ne şekilde ödeyeceklerine ilişkin düzenleyecekleri beyannameyi bilanço ile birlikte ilan etmeye mecburdurlar [T.T.K.m.149].

Bu madde hükmünde şu unsurlar düzenlenmiştir; birleşen şirketlerce eş örnekli birer bilanço düzenlenmesi, bu bilançoların ilan edilmesi ve varlıkları sona erecek şirketlerce borçlarının ödenme biçiminin açıklanacağı birer bildirin bilanço ile birlikte ilan edilmesi.

Birleşme kararları ticaret siciline tescil ve bilançolar ile birlikte ilan edilir. Kanuna göre ilan tarihinden itibaren üç aylık bir itiraz süresi vardır(TTK.m.150). Bu şartların alacaklıları korumak için konulduğu düşüncesi savunulabilir [Karayalçın, 1988:166]. Fakat aynı örneğe göre bilançolar düzenlenmesi, birleşecek şirketlerin ortaklarını da koruyucu bir önlem olarak düşünülebilir.

Ayrıca, TTK'nın 451-454. maddelerinde, anonim şirketlerin birleşmeleri biraz daha ayrıntılı olarak ele alınarak, yeni şirket kurulması, sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirket tarafından devralınması ve bir kamu tüzel kişisi tarafından devralınması hükme bağlanmıştır.

Birleşme kararı, ilan gününden itibaren üç ay sonra hüküm ifade eder. Ancak ilandan önce birleşen şirketler borçlarını öder veya borcun karşılığı parayı TC Merkez Bankasına veya muteber diğer bir bankaya veya alacaklılar şirketlerin

birleşmesine razı olmuş ise birleşme kararı ilan gününden itibaren hüküm ifade eder[İSMMMO,2001:1]. Borç karşılığının bankaya yatırıldığına ilanı lazımdır. Birleşen şirketlerin alacaklılarından her biri ilandan itibaren 3 ay içinde birleşmeye ilgili mahkemeye müracaatla itiraz edebilir. İtiraz hakkında vazgeçmedikçe veya bu hususta itirazın reddine dair mahkemece verilen karar kesinleşmedikçe veya mahkemece takdir edilecek teminat şirket tarafından verilmedikçe birleşme bir hüküm ifade etmez[TTK.md.150].

Üç aylık süre içinde itiraz edilmemişse birleşme kesinleşir. Kalan veya yeni kurulan şirket ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Bunların bütün hak ve borçları kalan veya yeni kurulan şirkete intikal eder[a.g.e.,s.1]. Şirketlerin birleşmesinden yeni bir şirket meydana gelmişse, yeni şirket ayrıca tescil ve ilan edilir[TTK.md.151].

3.2. Vergi Kanunları Açısından Şirket Birleşmeleri

Gerçekte şirket birleşmeleri, TTK’nda düzenlenmek suretiyle belli bir hukuksal altyapıya kavuşturulmuş ve hatta vergi kanunlarımız belli şartlarda yapılan birleşmelerde birleşme dolayısı ile bir vergileme yapılmayacağını öngörmek suretiyle şirket birleşmelerini teşvik etmiştir[Gürbüz,2000:63].

Ancak bu teşviklere rağmen, vergi kanunlarımızda birleşme halinde vergilememe olması için aranan şartların karmaşıklığı ve bünyesinde netliğe kavuşturulması gereken tartışmalı bir çok unsur barındırması, aynı zamanda birleşmeyi vergisel açıdan son derece riskli bir hale getirmiş ve öngörülen şartların gerçekleşmemesi halinde çok ağır bir vergi yüküyle karşılaşma olasılığı birleşmeyi engelleyen unsurlardan birisi olmuştur. Dolayısıyla vergi kanunlarındaki teşvik hükümleri bir nevi tersine etkide bulunmuştur[a.g.e.,s.63].

Özellikle KVK’nun 37. maddesinin 3’üncü bendinde yer alan “birleşen kurum münfesi kurumun ortaklarına veya sahiplerine devraldığı servet nispetinde hisse verecektir” hükmü, birçok tereddüde neden olmuştur. Söz konusu hükmün 4108 sayılı Kanun ile vergi hukukumuzun birleşmelerin vergilenmemesi için aradığı

şartlar büyük ölçüde sadeleşmiştir. KVK'nun 37. maddesine göre birleşmeden doğan kârın vergilenmemesi için iki temel şart; birleşen kurumların tam mükellef olmaları ve birleşilen kurumun bilanço değerlerini kül halinde devralması ve aynen bilançosuna geçirmesi şeklindedir.

Şirket birleşmelerinin vergi kanunları karşısındaki durumlarını ortaya koyabilmek için, öncelikle şirketlerin hangi tür vergi mükellefi olduklarının ortaya konması gerekmektedir. Sermaye şirketi niteliğinde olan anonim ve limited şirketlerin kazançları kurumlar vergisine tabi oldukları için bu şirketler kurumlar vergisi mükellefidirler. Şahıs şirketi olan kollektif ve komandit şirketleri ise, vergi mükellefiyeti olmayıp, bunların ortaklarının elde ettikleri gelirler ticari kazanç olarak gelir vergisine tabidir. Ferdi işletmelerde ise, işletme sahibi gelir vergisi mükellefidir[Akay,1997:70].

Sermaye şirketlerinin birleşmeleri ile ilgili hükümler, vergi hukukumuzda KVK'nun 30-39. maddelerinde ayrıntılı olarak verilmişken, GVK'da devir ve birleşmeler ile ilgili bir hüküm yer almamaktadır[Ergülen ve Erdem,1998:330]. Bu durum pratikte gerek bazı GVK. Maddelerinin yorumlanması ve gerekse KVK'nun tasfiye ve birleşmeye ilişkin hükümlerinin kıyas yoluyla uygulanması suretiyle çözümlenmeye çalışılmıştır[Akay,1997:70].

Ferdi işletmelerin sermaye şirketleri ile birleşmeleri ile ilgili olarak GVK md.81'de bir düzenleme yapılmış, buna uymayan birleşmelerde ise bazı GVK. Maddelerinin yorumlanması yoluyla çözüme gidilmeye çalışılmıştır.

Kurumlar vergisi uygulamasında birleşme, vergiye tabi olan ve olmayan birleşme diye ikiye ayrılmaktadır. Vergiye tabi olan birleşmeye "birleşme", vergi doğurmayan birleşmeye de "devir" adı verilmektedir[Özyürek,2000:1].

Vergiye tabi olan birleşmede; bir veya birkaç kurum diğer bir kurumla birleşmekte, birleşme sebebiyle katılan kurumlar infisah etmekte, ancak tüzel kişiliğini koruyan şirket külli halef olmaktadır. Bu şekilde yapılan birleşmelerde fesh olan kurumlar

açısından birleşme tasfiye hükmünde sayılmakta ve bu işlemlerde ortaya çıkan kâr birleşme karı olarak vergiye tabi tutulmaktadır.

KVK'nun "birleşme" başlıklı 36'ncı maddesinde, bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesinin, birleşme şekliyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmünde ve tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümlerin birleşme kârının tespitinde de geçerli olacağı hükme bağlanmıştır.

Bu nedenle, KVK'na göre devir ve birleşme tasfiye hükmünde olup, birleşmenin yapısına ilişkin hükümlerin vergi uygulaması açısından gerçekleştirilen birleşme itibarıyla de geçerli olacağını kabul etmek gerekir[Şenyüz,2000:385]. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine, birleşme kârı vergiye matrah oluşturur hükmü yer almaktadır. Birleşme kârı, birleşmeden sonraki servet değeri ile birleşmeden önceki servet değeri arasındaki olumlu farktır.

Birleşme kârının belirlenmesinde, tasfiye kârının belirlenmesinde geçerli olan hükümler uygulanır[KVK.md.32-33]. Ancak, bir noktada farklılık bulunmaktadır. Münfesihi kurumun veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine, birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya dolaylı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesindeki ortaklara dağıtılan değerler hükmünde yer almaktadır. Tasfiye durumunda, tasfiye memurlarına düşen görev ve sorumluluklar birleşme halinde birleşilen kuruma düşmektedir[Arslan,2001:188].

Görüldüğü gibi, KVK. TTK'ndan farklı olarak birleşmeyi tasfiye hükmünde saymıştır[Sağlam,1998:54]. Ancak, KVK'nun 37. maddesinde aşağıdaki şartlar dahilinde gerçekleşen birleşmelerin devir hükmünde olduğu hükme bağlanmıştır [KVK.md.37]. Bunlar;

- Birleşme sonucunda varlığı sona eren kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezleri Türkiye'de bulunacaktır,

- Varlığı sona eren kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini, devralan kurum, tüm halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir,
- Devralan kurum, varlığı sona eren kurumun ortaklarına veya sahiplerine devraldığı servet oranında hisse verecektir.

Ayrıca, KVK'da devir olarak nitelendirilen hallerde, bazı şekil şartlarına uyulması halinde birleşmeden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez[KVK. Md.38].

Görüldüğü gibi, 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[Sağlam,1998:54].

Bununla birlikte, Gelir Vergisi Kanunu'na göre, faaliyetlerine devam eden ticari bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından doğan kazançlar, ticari kazanç sayılmaktadır[GVK.md.81/4].

Birleşme halinde işletmenin hukuki yapısında, katılma veya yeni şirkette birleşme dolayısıyla bir değişiklik olmakla beraber amaç birliği, ortaklık ilişkisi, malvarlığı birleşilen şirkette devam etmektedir. İşletmenin varlığı ve sürekliliği ilkesi sonucu olarak ve ayrıca işletme varlığından özel varlığa bir geçiş söz konusu olmadığından birleşme olayı vergi borcunun doğmasına neden olmamalıdır [Karayalçın,1988:172].

Görüldüğü gibi, gerçekte devir ve birleşmeden doğan kârlar, varlığı sona eren işletmenin hukuki şekline göre, gelir ve kurumlar vergisine konu olmaktadır. Ancak şirketlerde etkinliği arttırmak, finansal güçlük içindeki şirketleri kurtarmak, istihdamı arttırmak, şirketlerin devamlılığını sağlamak gibi düşüncelerle şirketlerin birleşmeleri teşvik edilerek vergi avantajları sağlanmıştır.

Şirket birleşmelerinin KDV Kanunu karşısındaki durumu ortaya konulurken göz önüne alınması gereken nokta; birleşme işleminin KVK'na göre mi gerçekleştirildiği, yoksa GVK'na göre mi gerçekleştirildiğidir.

Yukarıda da açıklandığı gibi, KVK.'nun 36. maddesi hükmüne göre gerçekleştirilen birleşme Vergili Birleşme, 37. maddesi hükmüne göre gerçekleştirilen birleşme ise Vergisiz Birleşme olarak adlandırılmaktadır [Akay, 1997:86]. KVK'na göre yapılan birleşmelerde KDV hesaplanıp hesaplanmayacağı birleşmenin KVK'nun 36. maddesine uygun olarak mı, yoksa 37. maddesine uygun olarak mı gerçekleştirildiğine göre değişiklik göstermektedir. Burada bu konunun daha fazla ayrıntısına girilmeyecektir.

GVK'na göre yapılan birleşmelerin KDVK karşısındaki durumu GVK'nun 81. maddesi ışığında değerlendirilmektedir. Buna göre GVK'nun 81/1 maddesi hükmüne göre, kazancı bilanço esasına göre tespit edilen ferdi bir işletmenin veraset yoluyla mirasçılara devrinde, KDVK'nun 17/4-c maddesi uyarınca katma değer vergisi hesaplanmayacaktır. Bu duruma göre devir işlemi karma değer vergisinden istisna edilmiştir. Ferdi bir işletmenin bir sermaye şirketine devrinde KDV istisnasının söz konusu olabilmesi için ise, GVK 81/2 maddedeki şartların sağlanmış olması gerekmektedir.

GVK'nun 81. maddesindeki hükümlere göre gerçekleştirilen devirler haricindeki bütün devirlerde; örneğin, ferdi bir işletmenin kapatılıp, elinde bulunan makinaların yeni kurulan bir anonim şirkete devredilmesinde istisna söz konusu olmayıp, makinalar gerçek satış bedeli ile, gerçek satış bedeli söz konusu değilse, KDVK'nun 27. maddesinin öngördüğü şekilde Vergi Usul Kanunu(VUK)'nun 267. maddesi uyarınca makinaların emsal bedeli üzerinden KDV alınarak ve fatura tanzim edilmesi suretiyle devredilmesi mümkün olabilecektir[a.g.e.,s.89].

3.3. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Şirket Birleşmeleri

SPK'nun "Kamunun Aydınlatılması ve Özel Durumlar" başlığını taşıyan 16/A maddesi uyarınca; Sermaye Piyasası Kurulu küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak üzere pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinden veya ortağın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi ile değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemde olay ve gelişmelerde düzenlemeler yapmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlı olan bir anonim şirket, varlıklarının %50'den fazlasını hisse senedi olarak piyasaya sunduğunda, satılan senetlerin tamamını veya bir kısmını alan şirket / şirketler veya şahıs / şahıslar sahip oldukları paylar oranında satın alınan şirkette söz sahibi olmaktadır. Bu durum karşılıklı anlaşma usulü ile olup birleşme değil, diğer şirketin hisselerini alarak temin edilen içsel bir büyümedir [Demir,1998:9].

Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 ve daha fazlasına sahip ortakları, sahip oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak SP Kurulu'nun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde SP Kurulu'na ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler[Süngü, 1995:114].

Bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi birleşme ve devir işlemleri ile ilgili hususlarda düzenleme yapma konusunda SP Kurulu'na yetki verilmiştir. SP Kurulu da bu yetkisini kullanarak yayınlamış olduğu bazı tebliğlerle birleşme ve devir işlemleri ile ilgili olarak bazı düzenlemeler yapmıştır.

SP Kurulu'nun çıkartmış olduğu "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nin(Seri:I,No:22,RG: 15.11.1998) 12. maddesi birleşme ve devralmalarla ilgili konuları düzenlemiştir.

Bu tebliğe göre, TTK ve KVK hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecek devralma ve birleşmelerde taraflardan birisinin halka açık ortaklık olması durumunda birleşme nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi zorunluluğunu getirmiştir.

Birleşme işlemlerinde taraf olan halka açık şirketin birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kuruldan önce, Ek-5/A'da belirtilen belgelerle Kurul'a başvurarak onay alınması zorunludur. Ek-5/A'ya göre gerekli belgeler şunlardır;

- Birleşme veya devralmaya taraf olan şirketlerin, mahkemece tayin edilen bilir kişi tarafından hazırlanan öz sermaye tespit raporu,
- Birleşme veya devralmaya taraf olan şirketlerin mali tablolarına ilişkin SP Kurulu'nun Seri:X No:16 Bağımsız Özel Denetleme Çalışması ve Raporlamasının İlke ve Kuralları Tebliğ çerçevesinde hazırlanacak özel bağımsız denetleme raporları,
- Varsa oluşturulacak şirketin ana sözleşme taslağı ya da birleşen veya devralan şirketin ana sözleşmesinde yapılacak değişikliklerin taslağı,
- Birleşilen veya devralınan şirketin, ortaklarına vereceği hisselerin miktar ve oranı ile hisselerin niteliğine ilişkin bilgi,
- Kurul'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Bu şartlar yerine getirildikten sonra birleşme hükümleri gereğince işlemler tamamlandıktan sonra ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul'a kaydettirilmesi için Ek-5/B deki belgelerle SP Kurulu'na başvurulur. Bunun için;

- Birleşen şirketlerin birleşmeye ya da devralan şirketlerin devralmaya ilişkin kendi genel kurul kararlarının birer örneği,
- Birleşme veya devralma sözleşmesinin noterden onaylı bir örneği,
- Birleşme veya devir sonrası bilançosunun ve gelir tablosunun birer örneği,
- Rekabet Kurumu'ndan birleşmeye ilişkin olarak alınan izin belgesi,
- SP Kurulu'nca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Türkiye'de özellikle "zoraki" şirket birleşmelerinin olmamasının önemli bir nedeni, bu tür birleşmeler için bir arena oluşturacak nitelikte bir sermaye piyasasının henüz oluşmamış olmasıdır. Zoraki birleşmelerin olabilmesi için halka açılmış, hisseleri muhtelif kişilerin elinde bulunan bir şirket yapısının gerekliliği şarttır. Böyle bir yapı içerisinde şirket yönetimi istemese bile birleşmek isteyen şirket, hisseleri piyasadan satın almak suretiyle birleşmeye giden yolu açabilir. Sermaye piyasalarının gelişip derinleşmesine, şirketlerimizin kapalı aile şirketlerinden halka açık şirketler olmaya yönelmesine, halka açılmanın sadece bir finansman aracı değil aynı zamanda şirketlerde yönetim ve sahiplik müessesesini birbirinden ayıran bir enstrüman olmasına paralel olarak zoraki birleşme örnekleri artış gösterecek ve belki de bu artış, başarısız şirket yönetiminin faaliyette buldukları şirketleri diğer şirketler için hedef hale getirme şansını artıracığından şirket yönetimini daha etkin olmaya yöneltecektir[Gürbüz, 2000:64].

3.4. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun Açısından Şirket Birleşmeleri

3.4.1.Rekabet Kavramı ve Şirket Birleşmeleri

Ekonomi literatüründe rekabet genel olarak, bilgi akışının tam, mal ve hizmetlerin homojen, hiçbir alıcı ve satıcının kendi başına mal ve hizmetlerinin piyasa fiyatını ve toplam arz miktarını etkileme gücüne sahip olmadığı, giriş ve çıkışın serbest

olduğu bir piyasa şekli olarak tanımlanmıştır[D.P.T.,1994:6]. Buradan hareketle rekabetin, biri piyasadaki alıcı ve satıcıların davranışları, diğeri de alıcı ve satıcıların faaliyet gösterdikleri piyasa yapısı ile ilgili iki farklı anlamı bulunmaktadır. Bu açıdan rekabet kavramına bakıldığında, değerlendirmelerin de bu iki anlam üzerine yapılması daha doğru olacaktır.

Rekabet klasik ekonomi teorisi içinde üzerinde pek durulmamış ve bunun sonucu olarak da varlığı sezgi yoluyla algılanan bir kavram olarak kalmıştır. Modern ekonomi teorisinde ise rekabet kavramı, mal ve hizmetlerin fiyatının arz ve talebe göre belirlendiğini, piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu ve hiç birinin tek başına piyasayı etkileme gücüne sahip olmadığı durum olarak tanımlanmıştır [a.g.e,s.5-6].

şirketlerin birleşme ve devralma yoluyla veya ortak girişim oluşturarak birleşmeleri genellikle piyasalar üzerinde olumlu etkiler meydana getirmektedir. İşletmelerin faaliyetlerini birleştirmeleri, yeni ürünlerle ilgili araştırma ve geliştirme gibi alanlarda sinerji sağlamalarına veya bazen yeni şirket için üretim veya dağıtım maliyetlerini azaltacak yeniden yapılanma önlemlerini uygulamalarına imkan sağlamaktadır. İşletmeler böylelikle piyasada daha etkin hale gelebilirler, rekabet yoğunlaşır ve nihai tüketiciler de daha yüksek kaliteli mallardan daha adil fiyatlarla yararlanabilirler[AB-AKTT,2000:7].

Genel olarak ekonomide rekabet şartlarının sağlanması şirketlerin ürünlerini daha az maliyet ve daha fazla verimlilikle üretilerek malların fiyatının düşmesi için baskı oluşturur. Fiyatlarda düşme yönündeki baskı, firmaları, bölüm maliyetlerini düşüren, yaygın tüketici tercihleri sıralamasını içeren, yeni ürünler ve üretim süreçleri araştırmaya iten, talep bileşimindeki değişiklikleri tahmin etmek konusunda teşvik eder. Böylece piyasada teknik olarak verimli ve ilerlemeci firmalar rekabet mekanizması içinde ödüllendirilmiş olmaktadır.

Bununla birlikte, iktisatçılar birleşmelerin toplum ve şirketler üzerine hem olumlu hem de olumsuz etkiler yapabileceğini ifade etmişlerdir. Özellikle, birleşme büyük

bir anti rekabetçi bir etkiye sahip olabilir. Hem etkin olmaya zorlayan baskılardan kısmen veya tamamen kurtularak hem de fiyatları artırarak, birleşen şirketler piyasada güç kazanırlar [Yetim ve Yetim,1996:103]. Kısa dönemde, birleşme veya devralma yoluyla işletmelerin rekabet gücünü artırma çabaları yeniden yapılanmayı ve buna bağlı olarak kişilerin işlerini kaybetmelerini içerebilir. Ancak bu istikrarlı ve kalıcı bir istihdam oluşturabilmek için ihtiyaç duyulan büyümeyi sağlamanın tek etkin yolunun işletmelerin rekabet gücünü artırmak olduğu gerçeğini değiştirmez[AB-AKTT, 2000:8].

Özellikle serbest piyasa ekonomisini bozucu, kısıtlayıcı, onun işleyişini engelleyici anlaşma, karar ve uygulamalar yada piyasalardaki egemen konumun kötüye kullanılması bu serbest piyasa ekonomik düzenini tehdit eden başlıca gelişmelerdir. Ancak, serbest piyasa ekonomisinin temeli olan rekabetin sürekli olarak işlerliğini koruması için bu düzene sahip olan hemen her ülkede rekabeti koruyucu düzenlemeler yapılmıştır[Türk,1998:4].

Verimlilik kavramı açısından bakıldığında rekabetin korunmasının iki önemli sonucu olduğu ortaya çıkmaktadır[Çelik,1999:136]. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır.

3.4.1.1. Üretimde Verimliliğin Sağlanması

Yukarıda da ifade edildiği gibi, rekabet şartları, firmaları daha az maliyetle üretim yapmaya zorlar. Fiyatın piyasada toplam arz ve talebe göre belirlenmesi ve bu piyasada faaliyet gösteren firmaların piyasada oluşan fiyatı etkilemek gücünden yoksun olmaları nedeni ile firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri yada daha fazla kazanç elde edebilmeleri daha düşük maliyete sahip olmalarına bağlı bulunmaktadır.

Ancak işletmelere verilen tekel hakları, genel ekonomik çıkarı ilgilendiren bir hizmetle haklı kılındığında, çoğu durumda fiyatların yükselmesine, hizmet kalitesinin düşmesine, yenilik ve yatırımlar açısından gerilemeye yol açmaktadır [AB-AKTT, 2000:9].

Ekonomik verimliliğin elde edilmesinde, rekabet tekeli piyasasına göre üstünlük gösterir. Bu bağlamda firmaların daha az kaynak tüketimine yönelmeleri rekabetin olumlu bir sonucu olmaktadır.

Tekelci firma bakımından da üretimde verimlilik ilkesinin sağlanması ilkesi geçerli olmakla beraber rekabet aynı derecede önemli değildir. Tekelci firmanın piyasadaki fiyatı kendi marjinal maliyetinin üzerinde tespit etmesi nedeni ile üretimde az kaynak tüketimi arayışı, tekeli firma bakımından bir var olma sorunu değildir. Çünkü rekabet şartlarının sağlandığı bir piyasada, maliyetini piyasa fiyatının altına düşüremeyen firmalar piyasadaki çekilmek zorunda kalırlar. Bu anlamda rekabet şartlarında, üretimde verimliliğin sağlanması, firmanın faaliyetine devam edebilmesi için gerek şarttır.

3.4.1.2. Kaynak Kullanımında Verimliliğin Sağlanması

Kaynak kullanımında verimlilik ilkesi, belirli bir malın ne miktarda üretileceği ve ekonomik kaynakların ne şekilde dağıtılacağı ile ilgilidir. Rekabet, kaynak dağılımında verimliliğin sağlanmasında en etkili yöntemlerden birisidir. Kaynakların, tüketicilerin her bir malı elde etmek arzusu ve o mala verdiği ekonomik değere göre dağılımını sağlayarak genel refah seviyesinin artmasına neden olur[D.P.T.,1994:14].

Kaynak dağılımında verimlilik, piyasada fiyatın marjinal maliyete eşit olmasıyla yani tam rekabet şartlarının sağlanmasıyla gerçekleşir. Oysa tekeli firma bakımından durum çok daha farklıdır. Tekelci firmanın bir birim fazla mal satması halinde elde edeceği marjinal gelir satış fiyatına eşit değildir. Çünkü fazladan arz edilen her bir birim mal, piyasa fiyatının düşmesine yol açar.

Tekelci firma, üretim miktarını talebe göre değil, marjinal maliyetini marjinal gelirine eşitleyecek şekilde belirler ki bu da üretim miktarının azalmasına ve toplumsal kaynakların dağılımında tüketicilerin etkilerinin ortadan kalkması anlamına gelir[a.g.e,s.14].

Şirketlerin bu tür davranışlarından dolayı kamu otoritesi, rekabetin korunması için bir takım önlemler almak durumundadır. Kamu otoritesinin elindeki en önemli araç ise rekabetin korunması hakkındaki kanunlar olmaktadır. Bu anlamda rekabetin korunması kanunları, devletin ekonomide serbest rekabet şartlarını kurma ve koruma amacıyla kullandığı bir müdahale aracıdır[Aslan,1992:4]. Rekabet kanunlarının konusunu rekabet şartlarının gerçekleştirilmesi için gerekli önlemlerin alınması ile bu şartların gerçekleştirilmediği piyasalarda faaliyet gösteren firmaların rekabet piyasasında faaliyet gösteriyormuş gibi davranmalarını sağlamaktır.

Bu nedenle şirketlerin rekabeti bozmaya yönelik faaliyetleri kadar rekabet şartlarının gerçekleşmediği piyasalarda, piyasayı kontrole yönelik faaliyetlerde rekabet hukukunun kapsamına girer. Oysa ekonomi teorisi açısından ele alındığında ekonomik bağımlılık sebebi ile rekabetin yok olduğu ve mevcut olmayan rekabetin kısıtlanmasının da mümkün olamayacağı şeklinde bir düşünce olsaydı da hukuk teorisi açısından rekabet için gerekli olan sayıda alıcı ve satıcının bulunmadığı durumlarda da rakip olan firmaların rekabet piyasalarında faaliyet gösteriyormuş gibi davranmaları ve karar vermeleri beklenmektedir [Çelik,1999:139].

Rekabet hukukunun şirket birleşmeleri açısından önemi, rekabeti kısıtlayıcı etkisinin olmasından kaynaklanmaktadır. Birleşmeler teoride, tek el ve rekabeti kısıtlayıcı anlaşmalar ile birlikte yer almasına karşın, rekabet hukukunda bunlar ayrı olarak düzenlenmişlerdir.

Bir şirketin diğer bir şirket ile birleşmesine her zaman rekabet şartlarını kısıtlayıcı bir faaliyet olarak yaklaşılması doğru değildir. Birleşme yoluyla optimum büyüklüğe ulaşma ve dolayısıyla verimliliğin artırılması hedeflenmiş olabileceği için her bir birleşme faaliyetinin ayrı ayrı değerlendirilerek rekabeti kısıtlayıcı bir etki meydana getirip getirmediği açısından bakılması gerekir. Bunun içindir ki birçok ülkede uygulama, birleşmelerin ayrı olarak değerlendirilmesi yönünde olmaktadır.

Birleşmelerin türüne göre konu analiz edildiğinde birleşmeler için özel düzenleme yapılmasının gereği daha net olarak ortaya çıkacaktır. Bu açıdan yatay birleşmeler, pazardaki rakip sayısını azaltması bakımından pazar yapısını her zaman etkilemektedir. Ama her zaman rekabeti bozucu etkisi de söz konusu değildir. Örneğin, çok küçük ve verimli olmayan işletmelerin birleşerek sektörün liderine karşı daha etkin bir rekabeti başlatmaları da mümkün olabilir [Aslan,1992:60]. Böyle bir birleşme, rekabet şartlarını daraltma etkisinden ziyade pazarda daha etkin bir rekabetin oluşmasını sağlayacaktır.

Dikey birleşmeler ise, pazar yapısını doğrudan değiştiremezler. Bununla birlikte pazara girmek isteyen diğer firmalar için önemli giriş engelleri oluşturabilirler. Eğer bir birleşme pazara veya tedarik kaynaklarına girişte engeller oluşturuyorsa rekabeti önemli ölçüde sınırlayıcıdır. Dikey birleşmeler konusunda yapılan pek çok teorik çalışmaya rağmen, çok az ampirik çalışmada dikey birleşmelerin rekabeti azalttığı durumlar tespit edilmiştir[Rosengren ve Meehan,1995:28]. Dikey birleşmeler bir veya birden daha fazla başarılı üretim aşamasındaki pazar gücünden dolayı, firmanın maliyetlerini düşürebilir. Böylece, firma bakımından faaliyetler daha etkin bir şekilde gerçekleştirilebilir, geleceğe yönelik belirsizlikleri azaltır, üretim süreci geliştirilir ve kaynakların yanlış dağılımını önler. Karma birleşmelerin ise, belirli bir pazardaki payı artırıcı etkisi yoktur. Bu nedenle genellikle rekabet açısından daha az zararlı görülebilir.

Dünya ölçeğinde ticaretin ve yatırımların hızla artmasına karşın, uluslararası şirket birleşmelerinin, ortak girişimleri, lisans ve diğer bütünleşme şekillerini denetleme imkanlarının sınırlı düzeyde olmasına rağmen, şirket birleşmelerinin denetlenmesi konusunda Komisyon 1994 yılında 100, 1995 yılında da 114 birleşme bildirimini işleme koymuştur[AKTT,1996:14].

Özetlemek gerekirse, her türlü birleşmenin yasaklanması ya da kontrol altına alınması rekabetin şartlarının sağlanması ve korunması çabalarının mantığına aykırıdır. Ayrıca, dış rekabet açısından işletmelerin güçlenmesi ve büyümesi

istendiğine göre, firmaların bu yolla büyümesine, iç rekabeti bozma olasılığı olduğu anda müdahale edilmesi gerekir[Aslan,1992:58].

Birleşme türlerinin rekabet üzerindeki etkilerini ana hatları ile ele almak mümkündür. Örneğin, yatay birleşmelerin pazardaki rakip sayısını azaltması bakımından Pazar yapısına doğrudan bir etkisi söz konusudur. Ancak eğer yatay birleşmeler rakipler arasında gerçekleştiriliyor ise, rekabette azalma meydana gelmeyebilir. Bu arada küçük ölçekli firmaların birleşerek, sektörün liderlerine karşı daha etkin bir rekabeti başlatmaları da mümkündür. Dikey birleşmeler ise pazar yapısını doğrudan değiştirmeyip, rekabette dezavantajlara sebep olabilirler. Rekabet açısından en az zararlı birleşme türü ise çapraz birleşmelerdir. Bu birleşme çeşidine daha çok vergi sorumluluğunu azaltmak için başvurulmaktadır [Sümer,2000:39].

3.4.2. Rekabetin Korunması Hakkında Kanunda Şirket Birleşmeleri

Öncelikle belirtmek gerekir ki Türkiye’de rekabet hukuku düzenlemeleri, ABD ve Avrupa Topluluğuna Üye Devletler ve AT rekabet kuralları ile karşılaştırıldığında oldukça yakın tarihli olup, uygulama açısından son derece yeni bir hukuk dalıdır. Bu itibarla Kanunun maddi hukuk hükümlerinin ve özellikle bu hükümlerin unsuru sayılabilecek rekabet hukuku kavramlarının konunun uygulayıcıları ve muhatapları açısından doğru tanımlanması gerekmektedir[ÖZ,1999:107].

Türkiye’de esas itibariyle TTK’nun genel hükümleri dışında, bu konuda özel bir Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’a duyulan ihtiyaç 7.12.1994 tarih ve 4054 sayılı “Rekabetin Korunması Hakkında Kanun” ile giderilmiştir. Bu alandaki önemli bir boşluğu dolduran ve ulusal düzeyde sınırlı olmasına karşın AB düzenlemesinde yer alan hükümlere de paralel hükümler içeren Kanun, bir çok konuya da açıklık getirmektedir[Yetim ve Yetim,1996:119]. Kanunun amacı 1. maddesinde belirtildiği gibi, rekabetin korunmasını sağlamaktır. Kapsam, ülke içi olarak 2. maddede belirlenmiştir. Hakim durum ve hakim durumun kötüye kullanımı esas itibariyle, topluluk düzenlemelerinde yer alan hükümlere paraleldir. Ayrıca birleşme ve devralmalar için bildirim yükümlülükleri getirilmiştir.

Türkiye’de rekabetle ilgili olarak başka kanunlarda da bir takım düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin, Özelleştirme ile ilgili kanunda, özelleştirme uygulamalarının tekelleşme ve kartelleşmeye yol açmaması için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’na görevler verilmiştir. Diğer taraftan Türkiye’de ithalatta haksız rekabet uygulamalarının önlenmesi bakımından da ayrı bir kanun bulunmaktadır. İşte bütün bu yasal düzenlemeler bir arada değerlendirildiğinde Türkiye’de serbest piyasa ekonomisinin temeli olan rekabetin her zaman var olması, sağlıklı işleyişinin korunması için gerekli yasal düzenlemelerin yapılmış olduğu görülür ancak bunlar yeterli değildir[Türk, 1998:5].

Ekonomik yoğunlaşmanın en üst seviyesi birleşme ve devralmalarla gerçekleşir. Bu nedenle birleşme ve devralmalar da rekabet hukukunun kapsamına girmekte ve belirli sonuçları doğrudan birleşme ve devralmalar yasaklanmaktadır. Kanunumuz sadece hakim durum oluşturan veya mevcut bir hakim durumu güçlendiren birleşme ve devirleri yasaklamış bulunmaktadır[Ayaydın,1998:39].

Rekabet Kanunu’nun birleşmeden anladığı Ticaret Kanunu’nun anlamında iki şirketin iltihak veya birleşme suretiyle tek bir tüzel kişiliğe dönüşmesinden farklı ve daha geniştir. Ticaret Kanunu anlamında birleşmeden başka, bir işletmenin mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması da birleşme ve devralma olarak kabul edilmektedir[a.g.e,s.39].

3.4.2. 1. Genel İlkeler

Kanunun 6.maddesinde, bir ya da birden fazla teşebbüsün ülkenin tümünde veya bir bölümünde bir mal veya hizmet pazarında hakim durumunu tek başına veya başkaları ile birlikte kötüye kullanması yasaklanmıştır[Öz,1999:108]. Kanunun 7/1 maddesine göre bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum oluşturmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında her hangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün

ya da kişinin diğer bir teŖebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisab durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır.

Rekabet Kurulu(RK) bu 7. maddeye göre hukuki geçerlilik kazanabilmesi için izin alınması gereken birleşme ve devralmaları ve bunlara ilişkin usul ve esasları 1997/1 ve1997/2 no'lu tebliğler ile açıklamıştır.

Kanun, birleşmeleri rekabeti kısıtlayıcı etkisi olduğu durumlarda yasaklamıştır. Ancak, “rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmesi” ilkesi gereğince her birleşmenin hemen yasaklanması yoluna gidilmemiştir. Öncelikle birleşme işleminin “rekabetin önemli ölçüde azaltılması” sonucunu doğurup doğurmadığına bakılmaktadır.

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un 5.maddesine göre;

- Malların üretim veya dağıtımı ile hizmetlerin sunulmasında yeni gelişmelerin ya da ekonomik veya teknik gelişmenin sağlanması,
- Tüketicinin bundan fayda sağlaması,
- İlgili piyasanın önemli bir bölümünde rekabetin ortadan kalkması hallerinde, rekabeti sınırlayıcı anlaşma, uyumlu eylem ve kararlara ilişkin hükümlerin uygulanmasından muaf tutulmasını hükme bağlanmıştır (RKK.m.5).

RKHK'nun 7/II. maddesi gereğince, birleşme işleminin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için birleşmenin Rekabet Kurulu'na bildirilmesi ve izin alınması gerekmektedir. Ancak, Tebliğ'de Kanun'un 7.maddesi kapsamı dışında olan ve dolayısıyla izin alınması gerekmeyen birleşme ve devralmalar da sayılmıştır [Öz,1999:116; Sümer,2000:30].

Bu şekilde izne tabi birleşme ve devralmaların niteliğinin belirlenmesini takiben, bu nitelikte olan hangi büyüklükteki birleşme ve devralmaların izne tabi olacağı, yani bir anlamda sayısal eşiklerin ne olacağı belirlenmiştir. Ancak toplam cirosu veya toplam Pazar payı bu eşiklerin üstünde olan birleşme ve devralmaların bildirilerek izin alması gerekmektedir. Dolayısıyla nitelik ve nicelik itibariyle tebliğ’de belirtilen şartları haiz bir birleşme veya devralmalar için RK’na bildirim yapılarak izin almak gerekecektir.

3.4.2. 2. Birleşmelerin Kurula Bildirilmesi

Birleşmelerin hukuki geçerlilik kazanabilmesinde RK’na bildirilerek izin alınması ilkesinde kanun “ön inceleme” kavramını getirmiştir. Buna göre, “Kurul, on beş gün içinde yapacağı ön inceleme sonucunda birleşme veya devralma işlemine izin vermek ya da bu işlemi nihai incelemeye almaya karar vermek” durumunda olacaktır[RKHK m.10/2]. Ön inceleme sonucunda “nihai inceleme yapılması” kararına varılırsa birleşme işlemi askıda olacak ve uygulamaya sokulmayacaktır.

Kurul, süresi içinde birleşmeye ilişkin başvuruya herhangi bir cevap vermediği veya herhangi bir işlem yapmadığı durumlarda, birleşme işlemi Kurula bildirim tarihinden otuz gün sonra hukuki geçerlilik kazanacaktır[RKHKm.10/III].

3.4.2. 3. Birleşmelerin Kurula Bildirilmemesi

Bildirilmesi zorunlu olan birleşme işleminin Kurul’a bildirilmemiş olduğu durumlarda Kurul, işlemde haberdar olduğu zaman resen birleşme işlemini incelemeye alır[RKHKm.11/I].

İncelemenin sonucuna göre birleşme işlemi RKHK’nun 7/I. Maddesi kapsamına girmiyorsa, Kurul, birleşmeye izin verir; bildirimde bulunulmadığı için para cezası uygular. Kurul bu birleşme işleminin RKHK’nun 7/I. maddesi kapsamına girdiğine karar verirse para cezası ile birlikte birleşme işleminin sona erdirilmesine; hukuka aykırı olarak gerçekleştirilmiş olan tüm fiili durumların ortadan kaldırılmasına hükmeder[RKHKm.11/2 a-b].

4054 sayılı RKHK, Türk rekabet hukukunun AB hukuku ile uyumunu sağlayan önemli kilometre taşlarından biridir. Bu kanunla, ilk kez Türkiye’de rekabeti engelleyici veya kısıtlayıcı kartel anlaşmaları yasaklanmakta ve pazara egemen teşebbüslerin pazardaki güçlerini kötüye kullanmaları engellenmektedir[Özsunay, 1995:54].

Bu genel açıklamaları takiben birleşme ve devralmalara ilişkin şu tespitleri yapmak mümkündür[Öz,1999:117];

- Kanun ve tebliğ kapsamında bir birleşme ve devralmadan söz edebilmek için mutlaka birden fazla bağımsız teşebbüsün söz konusu işleme taraf olması gerekir. Bu anlamda ekonomik birlik (tek ekonomik birim) oluşturan teşebbüsler arasında gerçekleşen birleşme ve devralmaların tebliğ kapsamında olmaması gerekir,
- Tebliğ’de cironun hesaplanmasına ilişkin esaslar belirtilmiştir (Teb.No:1997/1 m.4). Burada büyük ölçüde AT rekabet kurallarında cironun hesaplanmasına ilişkin ilkeler esas alınmıştır. Bir işletmenin pazardaki gücü hakkında fikir verecek olan kavramlar pazar payı ve cirodur. Rekabet hukuku bakımından esas olan pazar payı olmakla birlikte çoğu kez işletmeler tarafından pazar payına göre daha kolay tespit edilen ve bu nedenle tartışmasız olan veriler ciroya ilişkindir,
- Kanunun diğer maddi hukuk hükümlerinin uygulanmasından farklı olarak birleşme ve devralmaların incelenmesi ve izin başvurularının cevaplanması konusunda Kanunda öngörülen süreler taraflar açısından hak doğurucu niteliktedir,
- Rekabet kurulu, izin için bildirilen birleşme ve devralmaya gerekli gördüğü tedbirlerin alınması ve bazı yükümlülüklerin yerine getirilmesi şartıyla izin verebilir. RK izin kararının tarafların üstleneceği birtakım yükümlülüklerle

bağlanması hususu özelleştirme uygulamaları ile gündeme gelmiş ve tartışma meydana getirmiştir,

- Herhangi bir birleşme ve devralma neticesinde pazarda rekabetin tesisi veya bozulmasının önlenmesi için bir kısım tedbir ve yükümlülüklerin alınması söz konusu olabilir. Bunun ardındaki temel gerekçe, söz konusu birleşme ve devralma sonrasında pazarda rekabetçi şartları sağlamak ve teşebbüsleri de bunun gereklerini yerine getirmeye yönelmektedir.

3.5. Birleşmelerde İzlenecek Prosedür

Buraya kadar yapılan incelemelerden elde edilen sonuçlara göre Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşme ve devralmalarında izlenecek prosedürler ve aşamalar kısaca 6 aşamada özetlenebilir[Nas,2000:3]. Bunlar;

i. Yönetim Organlarına Yetki ve İzin verilmesi: Şirketlerin türüne göre, birleşmeyi kararlaştırmaya yetkili organın birleşme ön görüşmelerinin yapılmasına, taslak birleşme sözleşmesinin hazırlanmasına izin vermesi gerekir. Bu kararı verecek olanlar ise; Kollektif ve Komandit şirketlerde ortaklar; Limited şirketlerde ortaklar kurulu; A.Ş. ve Paylı komandit şirketlerde ise genel kuruldur.

ii. Ortak Bilanço Hazırlanması ve Ayni Sermayenin Tespiti İçin Mahkemeye Başvurulması: Birleşen şirketlerin her biri, aralarında tespit edilecek bir örneğe göre hazırlanmış birleşme bilançosunu hazırlar ve devrolan şirketin varlıklarının değerinin tespiti açısından mahkemeye başvurularak ayni sermaye tespiti yaptırılır. Burada mahkeme TTK’nun 324. maddesi açısından da inceleme yapar ancak burada değişme oranını tespit etmez.

iii. Birleşme Sözleşmesinin Hazırlanması: Bu aşamada mahkemece tespit edilen ayni sermaye miktarı da dikkate alınarak birleşme sözleşmesi hazırlanır. Burada değişim oranı taraflarca serbestçe saptanır, imzalar noterce tasdik edilir ve birleşme sözleşmesi şirketlerden her birinin genel kurulu tarafından ayrı ayrı onaylanır.

Ayrıca birleşme sözleşmesinde bulunması zorunlu maddelere ek olarak her türlü taahhüt de yer alabilir.

Birleşme sözleşmesinin zorunlu içeriği ise;

- Yeni şirket kurma yolu ile birleşiliyor ise, yeni şirketin esas sözleşmesinin düzenlendiği ve bütün hisselerin taahhüt edildiği,
- Mevcut şirketin mallarının yeni şirkete aynı sermaye olarak konulduğu,
- Yeni şirket kurma yolu ile birleşiliyor ise, yeni şirketin gerekli organlarının oluşturulduğu, devralan şirkette yapılacak sermaye artırım tutarı,
- Devrolan şirket ortaklarına verilecek hisse tutarı (değişim katsayısı),
- Esas sözleşmede yapılması gerekli sair her türlü değişikliklerdir.

iv. Birleşmenin Onaylanması: Bu aşamada, her iki şirket tarafından birleşme kararı alınır ve birleşme sözleşmesi Genel Kurul tarafından (A.Ş.'lerde) onaylanır. Ancak birleşme işlemine taraf olan halka açık A.Ş.'lerde Genel kuruldan önce, bağımsız denetim yaptırılır ve birleşme için SPK'dan onay alınır. Birleşmeye esas teşkil eden bilanço onaylanır, devir suretiyle birleşiliyor ise devralan şirkette sermaye artırım kararı alınır ve esas sözleşme değişiklikleri kararlaştırılır. Daha sonra Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan birleşme ve devralan şirkette sermaye artışı nedeniyle izin alınır.

v. Bazı Durumlarda Diğer Kurumlardan İzin Alınması Gerekir: Bu kurumlar; Türkiye Rekabet Kurulu(TRK), Sermaye Piyasası Kurulu ve Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı(yabancı sermayeli bir kurum söz konusu ise)dir.

Birleşecek veya devralacak şirketler ilgili ürün pazarında, toplam pazar payının %25'inden fazla Pazar payını aşılıyorlar ise veya toplam ciroları (bir önceki yıldaki net satışlar) 25 trilyon TL'yi aşılırsa rekabet kurulundan izin alırlar.

Halka açık şirketler ile sermaye piyasası kurumları ise, Genel kuruldan önce birleşme için SP Kurulu'ndan izin alırlar, özel bağımsız denetim yaptırırlar, bağımsız denetim raporu genel kurula sunulur ve 30 gün içinde SP Kurulu'na gönderilir, genel kuruldan sonra birleşme nedeniyle ihraç edilecek hisse senetleri kurul kaydına alınır ve 3 gün içinde özel durumların kamuya açıklanması tebliği uyarınca ilan yapılır. Aracı kurumlar ve yatırım fonları ise özel şartlara tabidir.

vi. Tescil ve İlan: Her iki şirketçe birleşme kararları tescil ve ilan olunur ancak birleşme nedeniyle yeni bir şirket doğmuşsa keyfiyetin ayrıca tescil ve ilanı gerekir. Devir suretiyle birleşme halinde devralan şirketin sermaye artırımını ve esas sözleşmede yapılan değişiklikler tescil ve ilan edilir. Birleşen şirketlerden her biri, aralarında tespit edilecek bir örneğe göre hazırlanmış bilançosunu, birleşme sebebiyle varlığı sona eren şirketin borçlarının ne surette ödeneceğine dair bir beyanname ise bilanço ile birlikte ilan edilir ve daha sonra konsolide bilanço yayınlanır.

4. BİRLEŞMELERDE ŞİRKET DEĞERİNİN TESPİTİ ve YÖNETİMİ

4.1. Genel Olarak Şirket Değerinin Kapsamı Ve Önemi

Günümüz finans piyasalarının hızla gelişimi, şirket birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması hem firma sahiplerini ve hem de yatırımcıları firma değerini doğru tespit etmeye yöneltmiştir. Firma değerinin doğru tespitinin yanında, bu değer yönetimi ve maksimizasyonu da günümüz yöneticilerinin amaçlarının başında gelmektedir.

Bu bölümde, firma değerinin en doğru bir biçimde tespitinin nasıl yapılması gerektiği ele alınmakta ve bu değeri etkileyen ana unsurlar belirlenerek firma değerinin yönetiminin etkin bir şekilde nasıl yapılması gerektiği ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

İşletme biliminin sürekli gelişmesi, işletme politikası ile ilgili kararları daha akılcı bir düzeye ulaştırmakta ve böylece değerlendirme uygulaması da çeşitli yönlerde değişmektedir. İşletmenin satışı, işletmeler arası birleşmeler, işletmeye yeni ortak alınması veya eski ortağın ayrılması, hisse senetlerine değer takdir edilmesi, işletmenin sigorta değerinin hesaplanması, işletmenin mirasçılar arasında bölünmesi, kamu maliyesi açısından vergi denetlenmesi gibi durumlarda işletmeye tümüyle değer biçmek söz konusu olmaktadır[Cesur vd.,1999:27].

Şirket değerlemesi olarak tanımlanan bu olgu somut açıdan ekonomik bir birime ait olan varlık ve hakların uyumlu bir biçimde değerlemesine yöneliktir. Çoğu kez, elde edilmek istenen bu değer, işletmenin belli bir amaca tahsis ederek kullandığı öz varlıkların toplam değeri ile karıştırılmaktadır[a.g.e,s.27].

Şirket değerinin belirlenmesi, şirket ile ilişkisi olan bir çok taraf için son derece önemlidir. Şirket değeri ile sadece şirkete yatırım yapanlar değil, şirkete borç verenler, şirket ortakları ve yöneticileri gibi kesimler de ilgilenmektedirler. Şirkete borç verenler bakımından, şirketin değerini belirlemek, özellikle verdikleri kredinin geri dönebilirliği açısından önem taşımaktadır. Bu şekilde şirkete borç verenlerin şirketin likiditesini ve kredi yeterliliğini görmeleri gerekir. Bunun yanı sıra şirket birleşmelerinde de birleşen şirketin değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Çünkü birleşme görüşmelerinde, birleşmeye taraf olan her iki şirketin de değerinin belirlenmesi birleşmenin sonucunu ve yönünü büyük ölçüde etkilemektedir[Weaver vd.,1991:85].

Şirketin değerinin belirlenmesi süreci, genel olarak, şirketin bilançosunda yer alan her kalemin ayrı ayrı değerinin belirlenerek şirketin toplam değerine ulaşılmasını içerir. Şirketin değerinin belirlenmesi, şirketin varlıkları, borçları ve öz kaynaklarının tümü ile değerlendirilmesini gerektirir. Değerleme sürecinde şirketin bilançosundaki her kalemin kendine özgü piyasa özelliklerine sahip olması, değerlendirme sürecini daha da zorlaştırmaktadır. Bu kalemler değerlendirilirken bu farklı piyasa şartlarının dikkate alınarak şirketin bir bütün olarak değerinin belirlenmesi daha doğru olacaktır[Çelik, 1999:79].

Diğer taraftan, şirketlerin değerlendirme yönünde ortaya koydukları bilançolarda gözüken toplam öz varlık değerleri de, gerçek öz kaynakların düzeyini belirtmemektedir. Çünkü, teker teker varlık bölümlerinin değerleri, bilançoda o günkü değerlerinden daha düşük olarak görülmekte, bu alanda gizli yedeklerin oluşmasına neden olmaktadır. Diğer yandan ise, şirketlerin sürekliliğini sağlayan, onu kârlı bir bütün olarak tutan başka özellikler de bulunmaktadır. Bu özellikler sürekli zarar eden bir şirketi, kâr getirme yeteneği olan başka şirketlerden ayıran faktörlerdir[Cesur vd.,1999:28].

Şirket değerinin belirlenmesinde karşılaşılan bir diğer sorun da şirketin bilançosunda bütün varlıkların tam olarak yansıtılmamasıdır. Şirketin çalışanlarının özellikleri, eğitim durumları, şirketin sahip olduğu kuruluş yeri üstünlüğü gibi

faktörler bilançoda varlık olarak gösterilmezler. Halbuki bu gibi faktörler şirketin başarılı olmasında son derece önemli rol oynamaktadırlar. Bu nedenle bu faktörlerin de şirket değeri hesaplanırken dikkate alınması gerekmektedir.

4.1.1. Şirket Değerinin Kapsamı

Günümüzde firmanın amacı, “Firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmakta olup, firmaların amaçlarının ne olması gerektiği konusunda ülkeler arasında farklı yaklaşımlar bulunmaktadır[Üreten ve Ercan, 2000:2]. Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) genel kabul görmüş yaklaşıma göre, firmaların ve dolayısıyla üst yönetimin amacı firma değerini maksimum yapmaktır. Ancak, Kıta Avrupası’nda ve Japonya’da bu amacın yerini tüketicilerin, çalışanların, hükümetin ve hatta genel olarak toplumun çıkarları alabilmektedir.

ABD ve gelişmiş ekonomilerde borç ve öz kaynak şeklinde finansman sağlayan kişi ve kurumların çok sayıda olması ve firmaların halka açıklık oranlarının yüksekliği nedeniyle firma kontrolünün piyasaya açık olması, firma değerinin maksimizasyonuna dayanan bu sistemi daha da etkin kılmaktadır. Oysa, ekonomik sistemi firma değerinin maksimizasyonuna dayanmayan ülkelerde yatırılan sermayenin getirisi daha düşük olmakta ve zamanla da sermaye yetersizliği problemi yaşanmaktadır. Bu durum, sermaye piyasalarının giderek küresel hale geldiği günümüz dünyasında, ülkelerin küresel rekabetten daha fazla uzaklaşmasına neden olmakta, ülkeler arasındaki sermaye hareketleri hızlandıkça firma değerine dayanan sistem daha da önemli hale gelmektedir[Copeland vd., 1996:3].

Firma değerinin veya ortakların çıkarlarının maksimize edilmesi, aslında, diğer çıkar gruplarının aleyhlerine bir durum oluşturmamaktadır. Çünkü, bu amacı gerçekleştiren başarılı şirketler, çalışanlarına daha yüksek ücret ödeyerek daha garantili bir iş imkanı sağlayabilmekte, devlet daha fazla vergi alabilmekte, finans kurumları alacaklarını düzenli olarak tahsil edebilmekte, ortaklar gerek temettü gerekse sermaye kazancı şeklinde daha fazla getiri sağlayabilmektedirler. Böylece,

firmalar tüm çıkar gruplarının amaçlarına en iyi şekilde hizmet edebilecek bir duruma gelebilmektedirler[Üreten ve Ercan,2000:2].

4.1.2. Şirket Değerinin Önemi

Birleşmelerde değerlendirme süreci, birleşecek her iki şirketin de değerlendirilmesini gerektirir. Şirketler değerlendirirken şu sorulara yanıt aranır[Çelik,1999:80];

- Şirketin değeri nedir?
- Çeşitli alternatif kararların alınması durumunda şirketin değeri bundan nasıl etkilenecektir?

İlk soru şirketin gerçek değerine en yakın değerini belirlemeyi içerir. Bu ise şirketin sadece maddi varlıklarını değil, para ile ifade edilemeyen varlıklarının da hesaba katılmasını gerekli kılmaktadır. İkinci soru, olası görünen çeşitli birleşmelerden ortaya çıkabilecek durumların işletmenin değerini nasıl etkileyeceğinin araştırılmasını gerektirir.

Alıcı şirketin kendi şirketini değerlemesi, bir taraftan birleşilecek şirketin değerlendirilmesinde esas oluşturması açısından faydalıdır, diğer taraftan başka şirketler tarafından yapılabilecek birleşme tekliflerini ve birleşme fırsatlarını değerlendirmeleri açısından da faydalı olacaktır. Bundan daha önemlisi birleşilen şirketlerin değerlendirilmesi, birleşme karşılığı satıcı şirkete ödenecek bedelin ne şekilde ödeneceğinin belirlenmesinde avantaj sağlayacaktır[Aslan,1990:47].

Sermayenin geniş bir yatırımcı kitlesine dağılmadığı ekonomilerde halka açık bilgilere talep fazla olmamaktadır. Bu durum ise, sermaye piyasasının daha etkin olmasına ve sermayenin daha verimli alanlara hızla hareket etmesine engel olmaktadır. Sermayenin yaygın olmaması, ayrıca, firma değerini arttırıcı önlemler alma veya çaba gösterme konusunda, firma yöneticileri üzerinde çok fazla zorlayıcı bir unsur olmamaktadır. Böylece, yönetimin başarısının en önemli ölçüsü olan

firmanın piyasa değeri, yatırımcılar tarafından önemsiz bir göstereymiş gibi algılanmaktadır. Sermayenin yaygın olmamasının diğer bir olumsuz sonucu da, firmaların hisse senetlerinin piyasadan satın alınarak ele geçirilme imkanının olmaması nedeniyle, piyasanın firmalar üzerinde değer oluşturma konusunda oluşturduğu baskının ortadan kalkmasıdır[Copeland vd., 1996:9].

Firma değerinin tespiti finansmanın pek çok alanında önemli bir yere sahiptir[Üreten ve Ercan,2000:6]. Bu alanların başlıcaları işletme finansmanı, birleşmeler, satın almalar ve portföy yönetimidir.

4.1.2.1. İşletme Finansmanı ve Şirket Değeri

Finans yönetiminde temel amaç, firmaya ait hisse senetlerinin piyasa fiyatını dolayısıyla firmanın piyasa değerini maksimize etmek olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla firmanın piyasa değerini maksimize etmek için hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyen parametrelerin dikkate alınması gerekmektedir[Alpman vd.,2000 :324]. Yatırımcıların firmayla ilgili olarak gelecekteki beklentileri, firmaya ait hisse senedinin piyasa fiyatını ve de firmanın piyasa değerini etkilemektedir. Örneğin, firmanın belirleyeceği kâr payı miktarı, hisse senedinin piyasa fiyatının belirlenmesinde etkili olmaktadır.

İşletme finansmanında amaç firma değerinin maksimizasyonu ise, o zaman finansal kararlar, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin açıkça ortaya konulması gerekmektedir. Son yıllarda, yönetim danışma firmaları, şirketlere firma değerinin nasıl arttırılacağı konusunda yöntemler teklif etmeye başlamışlardır. Bu yöntemler ise genellikle şirketlerin yeniden yapılandırılmasına yönelik olmaktadır[Damodaran,1996:7].

Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve hatta mevzuatla çok yakından ilişkilidir. Bu nedenle, firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa bir etkisi olacaktır.

4.1.2.2. Birleşme – Satınalma ve Şirket Değeri

Farklı firmaların tek bir firma adı altında birleşmelerinde veya herhangi bir firmayı satın almada, firma değerinin tespiti hayati bir önem taşımaktadır. Firma değerinin tespitini sadece borsada işlem gören firmalar ile sınırlı olarak düşünmek de son derece yanlıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borsada işlem gören hisse senetlerinin az sayıda olması nedeniyle, şirket satın almalarının ve birleşmelerinin büyük bir kısmı borsa dışındaki şirketlerde gerçekleşmektedir. Bu durumda;

- Eğer bir şirket satın alınacaksa, ne kadar tutar teklif edilecek?
- Eğer, eldeki şirket satılacaksa, ne kadar talep edilecek?
- Veya şirketler birleştirilecekse her bir şirketin toplam içerisindeki payı ne kadar olacaktır?
- Ayrıca, birleşme öncesi tespit edilen firma değerleri toplamı, firmalar birleştikten sonra ne kadar olacak?
- Birleşme ortaya bir sinerji etkisi çıkarabilecek mi?

Gibi soruların cevaplarını bulabilmek için firma değerlerinin doğru bir şekilde hesaplanması gerekmektedir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde halka açıklık oranlarının da yüksek olması nedeniyle, piyasadan hisse senetlerini satın alarak bir şirketin yönetimini ele geçirmek mümkün olabilmektedir. Bu ülkelerde sermaye piyasalarının etkinliği daha yüksek olduğu için firmaların piyasada oluşan değerleri de genelde olması gereken değerlere yakın olmaktadır. Piyasada oluşan değerler doğal olarak firmaların mevcut performansına, yönetimine ve gelecekte firmalardan beklenen performansa göre oluşmaktadır. Firmanın ve dolayısıyla yönetimin performansının düşük olması, aynı zamanda firmanın piyasa değerine yansıdığından, bu tip firmalar firma ele geçirmek isteyen yatırımcıların iştahını kabartmakta ve hedef firma

konumuna gelmektedirler. Çünkü, bu yatırımcılar piyasadan veya önemli tutarlarda hisse senedini elinde tutan yatırımcılardan hisse senetlerini düşük fiyattan satın almakta, firmanın yönetimini değiştirerek şirketi gerçek performansına yükseltmekte ve daha sonra da bu performansa göre oluşan fiyattan hisse senetlerini satarak önemli tutarlarda getiri elde etmektedirler. Bu nedenle düşük performanslı şirketler daima hedef konumunda olmaktadır [Üreten ve Ercan,2000:8].

Firma yönetimleri bu durumdan kurtulabilmek için firma değeri yönetimine ağırlık vererek, bu konuda uzman kişilerin danışmanlığına başvurmaktadır. Bu durum, aslında ekonomilerde rekabet gücünü arttıran önemli bir unsur olmaktadır. Hisselerinin çoğu halka açık olan şirketlerde yönetimde bulunanlar uzun süre firmalarını kötü yönetemezler. Aksi takdirde, başkaları şirketi ele geçirerek veya mevcut ortaklar şirketi yeniden yapılandırarak, eski yöneticilerin çoğunun işine son vermektedirler. Bu şekilde işten çıkarılan yöneticilerin ise, gerek ücret, gerekse makam olarak benzer işler bulmaları güçleşir[a.g.e.,s.8].

4.1.2.3. Portföy Yönetimi ve Şirket Değeri

Hisse senedi değerlemesinde temel analiz olarak bilinen yaklaşım; hisse senedi fiyatını etkileyen kârlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle, hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesine dayanır[Karaşin,1987:3]. Temel analiz yönteminin amacı; hisse senetlerinin gerçek değerini hesaplayarak, şu anki piyasa fiyatlarının yüksek ya da düşük değerlendirilip değerlendirilmediğinin belirlenmesidir[Birgili,1994:56]. Yatırım zamanının uygunluğu konusunda karar verebilmek için hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesi gerekmektedir. Ancak, gerçek değer bilindiği veya tahmin edilebildiği takdirde, yatırımın zaman bakımından uygunluğu hakkında karar verilebilir [Kanalıcı, 1997:115].

Portföy yönetiminde karar alırken en çok temel ve teknik analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Temel analizcilerin ileri sürdükleri esas görüş, bir firmanın

finansal verileri ile (büyüme beklentisi, risk yapısı, nakit akımları vb.) firma değeri arasında yakın bir ilişki olduğudur. Bu nedenle firma değerlemesi temel analizcilerin en çok önem verdikleri konudur. Çünkü, bu yaklaşıma göre portföy oluşturulurken, gerek nakit akımlarına gerekse fiyat katsayılarına göre (F/K Oranı, PD/ DD vb.) bulunan firma değerlerinden, piyasaya göre düşük olanlar portföye dahil edilmektedirler. Burada beklenen, zaman içerisinde firma değerinin gerçek değerine ulaşacağı ve piyasaya göre nispeten daha yüksek bir getiri elde edileceğidir[Damodaran,1996:4].

Teknik analiz ise, hisse senetleri fiyat hareketlerini açıklamaya ve öngörmeye yönelik psikolojik ve matematiksel boyutları olan bir yöntemdir[Özçam ve Üreten,1996:209]. Teknik analizciler açısından firma değerlemesinin çok fazla bir önemi yoktur. Çünkü, onlar geçmiş fiyat hareketlerine ve işlem hacimlerine bakarak, gelecekteki fiyat hareketlerinin belirli ölçülerde de olsa tahmin edilebilir olduğuna inanırlar. Burada teknik analizcilerin, biraz zorlama da olsa, faydalanabilecekleri husus; bulunan firma değerlerinin teknik analizde destek ve direnç noktaları olarak kullanılabilirliğidir[Damodaran,1996:5]. Eğer, temel analizciler, firmanın piyasadaki değerinin gerçek değerini geçtiğinde satıyorlarsa veya gerçek değerinin altına düştüğünde alıyorlarsa, bu durumdan teknik analizcilerin destek ve direnç noktaları olarak yararlanabilmeleri mümkün olmaktadır.

4.2. Firma Değerinin Yönetimi

Şirket birleşmelerinde, firma değerinin yönetilmesi firma değerinin gerçekçi olarak tespit edilmesi kadar büyük önem taşımaktadır. Şirketlerin ortakları tasarruflarını firmaya yatırırken en önemli amaçları ve beklentileri, aldıkları riske göre en yüksek getiriyi elde etmektir. Bu ise, firma değerinin etkin yönetilmesiyle ve bu etkin yönetimin sonucu olarak firma değerinin hissedarlar açısından maksimum olmasıyla mümkündür.

4.2.1. Değer Oluşturan Unsurlar

Bilindiği gibi, değer oluşturmayı benimseyen yönetim biçiminin sonuçta ulaşmaya çalıştığı en önemli amaç, firma değerinin maksimizasyonudur. Bu nedenle firma değerini arttırmayı esas alan yönetim biçiminin nasıl olabileceğini ortaya koymadan önce, firma değerini etkileyen unsurların neler olduğunu belirlemek faydalı olacaktır. Böylece, buna göre nasıl bir yönetim biçiminin veya anlayışının benimsenmesi gerektiği daha net olarak anlaşılacaktır[Üreten ve Ercan, 2000:17].

Firmaların faaliyetlerinden kaynaklanan değeri, finansal olarak Yatırılan Sermayenin Getirisi(YSG), Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni (AOSM) aştığı zaman ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle firma değerlemesinde, değer oluşturan unsurların açıkça ortaya konulması ve bu unsurlar üzerinde önemle durulması gerekmektedir.

Firma değerini arttırmayı esas alan herhangi bir strateji eşanlı olarak üç ana değişkeni dikkate almak zorundadır. Bunlar; nakit akımı, zaman ve risk'dir[Kolb ve Rodrigez, 1996:3].

Değer oluşturan unsurlar, basit bir şekilde, firma değerini etkileyen her türlü değişken olarak tanımlanabilir. Firmalarda organizasyon biçimi hiçbir zaman tek başına değer oluşturan bir unsur olamaz. Ancak, organizasyon yapısı, değer oluşturan unsurları etkileyebildiği zaman firma değeri açısından önem kazanır [Üreten ve Ercan,2000:18]. Dolayısıyla, firmaların organizasyon yapılarının değer oluşturmaya yönelik olması da firma değerinin yönetimi açısından oldukça önem taşımaktadır.

Şirketlerin hızlı gelişmesinde önemli bir faktör olarak yöneticilerin değer oluşturma mantığı ile hareket ettikleri, daha yavaş büyüyen ve daha az başarılı olan şirket yöneticilerinin ise geleneksel mantık çerçevesinde hareket ettikleri gözlenmiştir[Kim ve Mauborgne,1999:56]. Değer oluşturma konusunda Geleneksel Yaklaşım ile Değer Oluşturma Mantığı arasındaki ilişki aşağıdaki Tablo-4'de karşılaştırmalı olarak verilmiştir.

Tablo-4: Geleneksel ve Değer Oluşturma Mantıklarının Karşılaştırması

Stratejinin Beş Boyutu	Geleneksel Mantık	Değer Oluşturma Mantığı
Sektörel Varsayımlar	Sektörün şartları veri olarak kabul edilir.	Sektörün şartları gözden geçirilip yeniden şekillendirilir.
Stratejik Odak	Şirket rekabet üstünlükleri geliştirmelidir. Bundan amaç, rakipleri geçmektir.	Rekabet kıstas değildir. Şirket, pazara egemen olabilmek için değerinde büyük bir sıçrama gerçekleştirmelidir.
Müşteriler	Şirket, hizmetlerini kesimlere göre dilimlere bölerek ve müşterilere özel hale getirerek müşterilerini elde tutmalı ve artırmalıdır. Müşterilerin değer verdiği farklılıklar üzerine odaklanmalıdır.	Bir değer oluşturucu, bazı müşterileri kaybetmeyi göze alarak asıl alıcı kitlesini hedefler. Müşterilerin değer verdiği esas ortak noktalara odaklanır.
Varlık ve Yetenekler	Şirket, mevcut varlık ve yeteneklerini kullanmalıdır.	Şirket, o anda elinde bulunanla kendini sınırlamamalıdır. Kendine, “İşe sıfırdan başlasaydık ne yapmamız gerekirdi” sorusunu sormalıdır.
Ürün ve Hizmet Arzları	Sektörün geleneksel sınırları, şirketin sunduğu ürün ve hizmetleri belirler. Hedef, bu sunumları azamileştirmektir.	Bir değer oluşturucusu, bu yüzden sektörün geleneksel arzlarının gerisinde kalsa bile, müşterilerin aradığı bütünsel çözümlerin peşinde koşar.

Kaynak:KIM, W.Chan- MAUBORGNE, Renee; Değer Yaratma Hızlı Büyümenin Stratejik Mantığı, Büyüme Stratejileri (Harvard Business Review’den Seçmeler-Çev.Levent Cinemre),MESS Yay., İstanbul-1999,s.40.

Firmalarda gerek üst düzeyde gerekse alt düzeyde çalışanların, hangi unsurun firma değeri üzerinde daha önemli etken olduğunu doğrudan anlayabilmeleri için, değer oluşturan unsurları firma içi unsurlar ve firma dışı unsurlar olarak önem derecelerine göre aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür[Üreten ve Ercan, 2000:19].

4.2.1.1. Firma İçi Unsurlar

4.2.1.1.1. Firma Faaliyetleri İle İlgili Unsurlar

Firma değerlemedesinde en sıkça görülen uygulamalardan birisi, firmanın satışları ve kr marjlarının görülebileceği gelir tablosunun analiz edilerek, benzer firmalarla karşılaştırılmaya çalışılmasıdır. Ancak firma değerlemedesinde gelir tablosunun analizi ve yönetimi kadar bilanço kalemlerinin analizi ve yönetimi de önem taşımaktadır. Çünkü, net sabit varlıkları, işletme sermayesini ve diğer varlıkları kapsayan yatırılan sermaye tutarını ihmal ederek, sadece satışlar üzerinden elde edilen getiriye bakmak, son derece yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olacaktır. Daha önce de ifade edildiği gibi, değer oluşturan unsur, yatırılan sermaye üzerinden elde edilen getiridir.

Firmalarda değer oluşturmak için önemli olan, AOSM üzerinde bir getiri sağlamaktır. Yatırımları değerlemede en kolay düşülebilecek yanılığ, borçlanma maliyeti üzerinde bir getiri sağlandığında, bunun firma değerini olumlu etkileyeceğini düşünmektir. Örneğin, borçlanma maliyeti %8, yatırımın getiri oranı %10 ve AOSM %12 ise, bu durum firma değerini olumlu değil, olumsuz etkileyecektir. Çünkü değer, YSG, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden büyük olduğu zaman oluşmaktadır[a.g.e.,s.20].

YSG'nin hesaplanmasında kullanılan bu kalemler ve detayları (rneğin, satılan malın maliyetinde yer alan hammadde, yardımcı madde ve malzeme, işçilik, genel üretim giderleri gibi) doğal olarak firmanın değerine farklı düzeylerde de olsa etki yapmaktadır. Firma değerini yükseltebilmek için buradaki temel amaç, faaliyet krını veya marjını mümkün olduğunca yükseltmeye çalışırken, faaliyetler için yatırılan sermaye tutarını da mümkün olduğunca düşük tutmaya çalışmaktır. Bu yönde ortaya çıkan her türlü olumlu gelişme, firma değerine de olumlu olarak yansımaktadır.

Firma değerini etkileyen firma içi ana unsurlar; satışlar, satışlar üzerinden maliyetler düşüldükten sonra kalan faaliyet kâr marjı, net işletme sermayesi, net maddi duran varlıklar ve net diğer varlıklar olarak gruplandırılabilir. Ancak, satış fiyatları arttırıldığı zaman, firma değerinin son derece olumlu olarak etkileneceği bilinmesine rağmen, burada hemen doğrusal bir ilişkinin kurulmaması gerekir. Çünkü satış

fiyatlarındaki artış, firmanın piyasadaki pazar payının azalmasına ve sonuçta da satışlarının düşmesine neden olabilir. Ayrıca hem satış fiyatları hem de satış miktarı artsa bile, bu artışla birlikte maliyetlerin nasıl etkilendiğini, ne kadar tutarda ek bir işletme sermayesi ve maddi duran varlık yatırımı gerektiğini bilmeden, firma değeri artar gibi bir önyargıya kapılmamak gerekir. Dolayısıyla bu unsurları tek başına değil, birbirleriyle olan karşılıklı etkileşimlerini dikkate alarak değerlendirmek daha doğru olacaktır.

Satışları arttırıcı ve maliyetleri düşürücü bir politika ile birlikte, etkin bir işletme sermayesi ve maddi duran varlık yönetiminin, firma değeri üzerindeki önemi gayet açıktır. Bu konularda etkin yönetimin ve politikaların neler olduğu, genel olarak işletme ve finansmanın genel konularıdır. Burada firma değerlemesi açısından önemle üzerinde durulması gereken konu, bu unsurların birbirleriyle olan etkileşimidir. Bu etkileşimi görebilmek için ise, en etkili yöntemlerden birisi, farklı senaryolar üreterek duyarlılık analizi yapmaktır. Her bir strateji ile ilgili olarak gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi sonucu, firma ve birim düzeyinde alternatif stratejilerin firma değerine olan etkileri değerlendirilebilir. Böylece, firma değerini etkileyen ana unsurların birbirleriyle olan etkileşimini ve sonuçta firma değerindeki değişikliği görmek mümkün olur.

Uygulamada farklı öngörülere göre firma değerleri hesaplanarak, en çok hangi değişkenin örnek firma değeri üzerinde daha etkili olduğu belirlenmektedir. Ancak, her bir unsurun şirketler üzerinde aynı etkiye sahip olduğunu veya aynı şirket olsa bile, bu etkinin her zaman geçerli olduğunu kabul etmek mümkün değildir. Örneğin, bir şirket için satış fiyatlarını arttırmak önemli bir pazar kaybına neden olmazken, diğer bir şirket için fiyatları düşürüp daha fazla bir pazar payını ele geçirerek, sonuçta firma değerini arttırmak mümkün olabilir.

Ayrıca, bugün için geçerli olan bir etkileşim ilerideki dönemlerde değişebilir. Bundan dolayıdır ki, bu etkileşimlerin sürekli olarak gözden geçirilerek, ona göre

bir yönetim anlayışının ve stratejisinin oluşturulması gerekir. Değer oluşturmayı amaçlayan yönetim biçiminde bu anlayışın mutlaka özümsemiş olması ve uygulanması gereklidir. Değer oluşturmak, sadece bir defaya mahsus yeniden yapılandırmayı içeren bir durum olmayıp, aksine, bu yapılandırmadan sonra, sürekli sonuçları gözden geçirmeyi ve yeni politikalar üretmeyi gerektiren bir süreçtir.

4.2.1.1.2. Yönetim Süreci İle İlgili Unsurlar

Değer oluşturan unsurların belirlenmesi ve değer oluşturan yönetim biçiminin seçilmesi için sadece bir boyutunu oluşturmaktadır. Yöneticilerin aynı zamanda bu anlayışı, günlük faaliyetlerde ve şirket ile ilgili kararlar alırken, sürekli olarak uygulanabilir bir duruma kavuşturmaları gerekmektedir. Bu yönetim biçimi, sadece üst yöneticilerin değil, alttaki yöneticilerin de anlamasını ve uygulamasını gerektiren bir anlayışı içermektedir. Bu nedenle bu anlayış firmada karar verme konumunda olan herkesi yakından ilgilendirmektedir[Copeland vd.,1996:112].

Değer oluşturma sürekli ve kapsamlı eğitimi, desteği, gözden geçirmeyi ve ortaklar için değer oluşturmayı amaçlayan yönetim kültürü oluşturulmasının teşvik edilmesini gerektirir. Bu konuda geleneksel mantık ile değer oluşturma yaklaşımı, stratejinin beş temel boyutu açısından farklılıklar göstermektedir. Şirket yöneticilerinin hangi soruları sorması, hangi fırsatları görüp yakalaması ve riski nasıl algılaması gerektiğini bu farklılıklar belirlemektedir[Kim ve Mauborgne,1999:38].

Bir firma veya işletme biriminin, firmanın değerini maksimize edebilmesi için önce bir strateji geliştirmesi gerekir. İkinci olarak strateji, değer oluşturan ana unsurlar açısından, kısa, orta ve uzun vadeli performans hedeflerine dönüştürülür. Üçüncü olarak, belirlenen stratejik hedefleri gerçekleştirebilmek için gelecek dönemlere ait aylık, üç aylık, yıllık veya daha fazla sürede yapılması gerekenler uygulama planları ve bütçeler ile ortaya konulur. En son olarak, hedeflerin ne ölçüde gerçekleştiğini görebilmek için performansı ölçerek sistemler ve personeli motive edecek teşvik unsurları belirlenir[Üreten ve Ercan,2000:24].

4.2.1.1.3. Strateji Geliştirme

Amaç firma değerinin maksimizasyonu olduğuna göre, strateji geliştirme sürecinde değerlendirilen stratejilerin de bu amaca hizmet etmesi gerekir. Şirketin yeniden yapılandırma stratejisine göre, maliyetlerin nasıl düşürüleceği, satışların nasıl arttırılacağı, reklam ve araştırma geliştirme giderlerinin ne düzeyde olacağı, hangi birimlerin veya varlıkların satılacağı, hangi birimlerin tasfiye edileceği, yeni yatırım veya şirket satın almalarının hangi alanlarda olacağı ve ne tutarda olacağı, vergi avantajından yararlanabilmek için borç / öz kaynak yapısının nasıl olacağı ve bütün bu unsurların şirketin mevcut değerine olan beklenen etkileri rakamlarla ortaya konulur[a.g.e.,s.25].

Firma düzeyinde ve işletme birimleri düzeyinde belirlenen stratejiler, alternatifli olarak hazırlanır. Daha sonra bu stratejilerden en yüksek değeri oluşturacak olan strateji seçilir. Stratejiler belirlenirken, piyasanın gelişimi, rakiplerin ve firmanın mevcut avantaj ve dezavantajlarının ve gelecekteki potansiyellerinin gerçekçi bir şekilde ortaya konulması ve buna göre uygulanacak stratejilerin şiddetinin ve zamanlamasının belirlenmesi gerekir. Stratejiler, şirketin rekabet ettiği alanı tanımlar ve bu şekilde bir grup şirket için değer oluşturan ihtimalleri inceler[Black vd.,1998:83].

4.2.1.1.4. Hedef Belirleme

Önceden de ifade edildiği gibi, şirketin kurumsal analizinin ardından hisse senedinin fiyat hareketleri ve belirlenen stratejiler doğrultusunda hedefleri belirlenmelidir[a.g.e.,s.91]. Firma değerini maksimize eden stratejiler belirlendikten sonra, bu stratejilerin kısa, orta ve uzun vadeli hedeflere dönüştürülmesi gerekir. Kısa vadeli hedefler doğal olarak şirketin uzun vadeli hedefleri ile uyumlu olmalıdır. Genellikle şirketin performans hedeflerinin gelecek on yıl, üç yıl ve yıllık bazda ortaya konulması tercih edilmesi gereken bir uygulama olmalıdır. On yıllık bir hedef konulmasındaki temel amaç, şirketin uzun vadedeki beklentilerini ve isteğini ortaya koymaktır. Üç yıllık hedefler konulmasındaki amaç da orta vadede bu hedefe

ulaşmak için şirketin ne kadar ilerleme kaydetmesi gerektiğini ortaya koyar. Yıllık hedef ise, yöneticilerin ulaşmaya çalıştıkları bütçe hedeflerini ifade etmektedir.

Hedef belirleme genelde subjektif bir kavram olarak algılansa da, hedeflerin ortaya konulması, şirketin nereye doğru yol alacağının belirlenmesi açısından önemli olmaktadır. Ancak, hedef belirlenirken bu hedeflerin düşük belirlenmesinin firmanın mevcut performansını da düşüreceği unutulmamalıdır. Hedeflerin yüksek tutulması halinde ise, gerçekleştirilmesi mümkün olmayacağından, çalışanlar üzerinde motivasyon bozukluğuna yol açabilir.

Hedefler belirlenirken, uzun vadede firma değeri üzerinde olumsuz etki yapacak, ancak kısa vadede olumlu gibi gözükken uygulamalara izin verilmemelidir. Örneğin, araştırma-geliştirme, reklam ve yatırım harcamaları kısılarak, kısa vadede firmanın nakit oluşturma gücü arttırılabilir. Fakat, bu uzun vadede firmanın nakit akımlarının ve sonuçta da firma değerinin olumsuz olarak etkilenmesine yol açabilir[Üreten ve Ercan, 2000:26].

4.2.1.1.5. Uygulama Planları ve Bütçe

Uygulama planları, hedefleri gerçekleştirebilmek için kısa vadede yapılması gerekenleri ortaya koymaktadır. Bu ise firmalarda genellikle bir yıllık süreyi içeren bütçeler hazırlanarak yapılır. Böylelikle, kısa vadede yapılacak uygulamalar, şirket düzeyinde resmi bir kimlik kazanır.

Bir değer değişim programı, aynı zamanda, bir değer dönüşüm takımı kurulmasını da gerektirir. Bu takımın üyeleri şirket açısından önemli işlerin temsilcilerinden oluşmalıdır. Bu tipte bir takımın varlığı sayesinde firmada sahiplik duygusu oluşur ve böylece her seviye veya organizasyonun her noktasındaki kişilerce hisse değeri yaklaşımının desteklenmesi sağlanır. Bu takım yönetimin ve işletme ünitelerinin eğitimi ve aynı zamanda organizasyon içerisinde ekonomik değerin hesaplanması ve idaresi için de yardımcı olur[Black vd.,1998:82].

4.2.1.1.6. Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleri

Performans ölçümü ile hedeflere ulaşmak için gösterilen çabalar izlenirken, teşvik sistemleri ile de bu hedeflere ulaşmak için yöneticilerin ve çalışanların motivasyonu sağlanmaya çalışılır. Bir şirket dikkatli bir şekilde uygun risk ve ödül seviyesi içeren değer tabanlı teşvik planı tasarlarlarken, tüm çalışanlarının değer oluşturulması için çalışmalarını, değer felsefesini destekleyecek kararlar almalarını ve bu yönde hareket etmelerini sağlayacak bir organizasyon yapabilir ve bu organizasyon aracılığıyla çalışanları teşvik edebilir[a.g.e,s.98].

Performans ölçümünde ağırlığın değer oluşturan unsurlarda meydana gelen gelişmelere verilmesi, bu yönetim biçiminin bir gereğidir. Bu nedenle, kısa vadede ortaya çıkabilecek firmanın kârlılığı ile ilgili kriterler yerine, uzun vadede şirketin değerini olumlu şekilde etkileyen, hem gelir tablosu hem de bilanço unsurlarında performansın ölçülmesi gerekir. Ayrıca, geçmiş dönem finansal göstergelerine bakarak performansı ölçmek kadar, erken uyarı sistemlerini kurarak, piyasada veya sektörde ortaya çıkan olumlu ve olumsuz gelişmelere karşı sürekli duyarlı olmak da son derece önemlidir[Üreten ve Ercan,2000:27].

21. yüzyılda asıl değeri oluşturan unsurun beyin gücü- entelektüel sermaye olacağı, geleceğin yönetim modellerinde organizasyon yapılarının basıklaşacağı, hatta merkezsiz yapılaşmaların olacağı, yönetici ve lider yerine yönetim takımlarının bulunacağı ifade edilebilir. Bu nedenle geleceğin üst yöneticileri değer oluşturan unsur olan entellektüel sermayeyi şirketlerinde istihdam edebilmek için büyük çaba sarf edeceklerdir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, halka açık firmaların en üst yönetiminde çalışanlara verilecek teşvikler, genellikle şirketin piyasadaki değerine dayandırılmaktadır. Şirketin piyasadaki değeri hedeflenen düzeye çıktığı zaman, yöneticilere belirli tutarlarda hisse senedini bedelsiz olarak veya düşük tutardan satın alma hakkı verilmektedir. Böylece, üst düzey yöneticilerin maaşları dışında alacakları yüklü tutarlardaki prim, tamamen firma değerinin yükselmesine bağlı

olmaktadır. Burada ortaya çıkan en genel sorun, firmanın piyasa değerindeki yükselişin, firma dışındaki faktörlere de bağlı olabileceğidir[a.g.e.,s.28].

Alt düzeyde ise, işletme birimleri bazında, verimlilik esasına dayanan teşvik sistemleri uygulanmalıdır. Firma değerini maksimize etmeyi amaç edinen yönetim biçiminde her alt birim sermaye maliyetinin üzerinde bir getiri sağlamayı amaç edinmelidir. Her birim net olarak bilmelidir ki, sermaye maliyetinin altında sağlanan her getiri şirketin değerinde düşüşe yol açmaktadır. Birimler yapacakları uygulamaların gelirler ve maliyetler üzerindeki etkilerini açık bir şekilde ortaya koymalıdır. Ayrıca, değer oluşturmayı amaçlayan yönetim biçiminde, her birim sabit kıymet ve işletme sermayesi kalemlerine yapılacak gereksiz yatırımların firma değerini düşürdüğünü tam olarak anlamalıdır.

4.2.1.2. Firma Dışı Unsurlar

Firma içi unsurlar ile ulaşılan firma değeri, firmanın ulaşabileceği en son nokta değildir. Firmalar bunun yanında dışsal potansiyellerini değerlendirerek firma değerini daha da arttırabilirler.

4.2.1.2.1. Birleşme-Satınalma ve Satma

Bir firmanın satın alınarak ortakların hisse senedi değerinin maksimize edilmesi kriteri, satın alma ile oluşturulan katma değer, satın alınanın maliyetini aştığı zaman gerçekleşmektedir[Sudarsanam,1995:14]. Yeniden yapılandırma bir firmanın aktif bileşiminde veya sermaye yapısında yapılan her türlü önemli değişikliktir. Bir firmayı yeniden yapılandırmadaki temel amaç, genellikle, faaliyetlerdeki etkinliği arttırarak, borç kapasitesini kullanarak veya yeni varlıklar edinerek veya mevcutları elden çıkartarak firma değerini maksimum yapmaktadır.

Firmaların satın alınmasında ve bazı birimlerin satılmasında varlıkların daha verimli sektörlere ve daha etkin yöneticilerin kontrolü altına girdiği, böylece olması gerektiği gibi değerlendirilerek, ekonominin rekabet gücünün arttırıldığına inanılmaktadır. Şirketleri başka şirketlerle birleşmeye veya satın almaya iten

nedenler yukarıdaki bölümlerde de ifade edildiği gibi büyük farklılıklar gösterebilmektedir.

4.2.1.2.2. Birleşme ve Satın Almalarda Başarı Şansı

Yapılan birtakım araştırmalar birleşen şirketlerin başta hedefledikleri noktalara ulaşamadıklarını hatta başarısızlık oranının çok yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Birleşmelerin başarısı, önemli ölçüde birleşmeye neden olan motiflere bağlı bulunmaktadır[Yüksel,2001:51]. Satın alan veya birleşen şirketler, bekledikleri sinerjiyi uzun yıllar boyunca bulamamaktadırlar. Çünkü birleşmeler; insanların birlikte çalışmasını sağlayamamakta veya satın alınan şirketi avantajlı kılan özelliklerin (örneğin, en iyi çalışanların ve en değerli müşterilerin) yok olmasını sağlayacak şekilde şirketleri beceriksizce bir araya getirmektedir [Ashkenas vd.,1999:118].

Önde gelen danışmanlık şirketlerinden birisi olan KPMG'nin 1999 yılında yapmış olduğu bir araştırmaya göre, dünya ölçeğinde gerçekleşen birleşmelerin %53'ü beklenenin aksine olumsuz sonuçlar vermiştir. Hatta, Boston Consulting'in yapmış olduğu bir araştırmaya göre yapılan birleşmelerin %65'inin başarısız olduğu görülmüştür[Yalaza,2000:10].

Yine KPMG Danışmanlık Şirketi'nin yapmış olduğu araştırmaya göre, birleşmelerin %17'si ek değer oluşturmayı başarabilmişken, %30'unda bir değişiklik olmamış, %53'ü ise birleşme öncesi şirket değerlerinin altında kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, birleşmelerin %83'ü birleşme öncesine göre ek değer oluşturmaktan uzak kalmıştır[Arslan,2001:47].

Görüldüğü gibi birçok farklı araştırma ve rapora göre dünya üzerinde birleşme ve satın almalar genellikle başarısız olmaktadır. Birleşmelerde başarı oranı genellikle %25-30 arasındadır. Birleşme ve satın almalarındaki bu kadar başarısızlığının nedenleri olarak; beklenen değer oluşturulamaması, ortakların stratejilerindeki değişim, tepe yönetiminin dikkatinin kaybolması, kilit elemanların işten ayrılması,

diğer birleşmelerin başarısızlığı, yatırım planlamalarındaki düzensizlik, kariyer yönlendirme hizmetinde eksiklik, şirket kültürlerinde meydana gelen çatışma ve iş çevresindeki değişimler gibi faktörler gösterilmektedir[a.g.e.,s.49].

Bu faktörlerin yanında, başarısızlığa yol açan önemli bir neden de, genelde, aşırı rekabet nedeniyle satın alınan şirket sahiplerine ödenen yaklaşık %40'lara varan primlerdir[Copeland vd.,1996,s.437].

Kurulacak ortaklıkların başarısı, önemli ölçüde birleşme sonrası yapılacak çalışmalarla sağlanabilir. Buna rağmen, bir çok yönetici işin bu kısmını ihmal ederek yeterli önemi vermemektedir. Pazarlıklar tamamlanıp anlaşmalar imzalanınca işlerinin tamamlandığını düşünüp hedeflere ulaşacak(masrafların kısılması, satışların artırılması gibi) stratejilerin hayata geçirilmesini alt yöneticilere bırakmaktadırlar. Halbuki şirket yapılarının son derece karmaşıklaştığı günümüzde işin zor kısmı birleşme sonrası uyumun sağlanması aşamasında ortaya çıkmaktadır.

Birleşme ve satın almalarındaki başarısızlığın altında yatan nedenlerin büyük kısmı beşeri problemlere dayanmaktadır. Özellikle sosyal bilimciler, işletmenin insan yönünün birleşme ve satın almalarda en önemli etken olduğunu fakat hep göz ardı edildiğine ve bunun başarısızlıkta en önemli faktörlerden birisi olduğunu işaret etmektedirler [Arslan,2001:48]. Bu nedenle, başarılı birleşmelerin çoğunda düzgün bir strateji takip eden yöneticiler yer almaktadır. Halbuki, araştırmalara göre işlemlerin çoğu dikkatlice çizilmiş bir stratejiden çok, yöneticilerin egoları doğrultusunda yapılmaktadır.

Bazı birleşmeler ise, şirket yöneticilerinin farklı üretim süreçleri, muhasebe yöntemleri ve kendine has kültürleri olan şirketleri birleştirme görevini yerine getirememelerinden dolayı başarısız olmaktadır. Bununla birlikte, birçok şirketin değeri, yönetici, vasıflı işçi, bilim adamı ve mühendis gibi insan varlığına bağlı bulunmaktadır. Eğer bu insanlar diğer bir şirket ya da şirketlerle birleşmeye olumlu yaklaşmıyorlarsa, birleşme büyük bir olasılıkla başarısız olacaktır. Bu durumda birleşme stratejisinin başarısı açısından, yükseliş döneminin başında olan bir şirketle

birleşmek ya da hisse senetlerinin piyasa değeri defter değerinin altında bulunan bir şirketi satın almak kazançlı olabilir[Aşıköğlü vd.,2001:7].

Birleşmelerde başarısızlığa yol açan önemli etkenlerden birisi de şirketteki önemli kişilerin birleşme sonrası şirketten kopmalarıdır. Tüm çalışanlar, şirket birleşmelerinin işten çıkarmaların başlayacağı anlamına geldiğini bilmekte ve birleşme söylentilerinin yayılmasıyla birlikte çalışanlar arasında huzursuzluklar meydana gelmektedir. Çalışanlara birleşmeden doğacak fırsatlar açık bir şekilde anlatılmadığı sürece bilgi birikimleriyle beraber ayrılmalar da devam edecek ve bu da hissedarlar için önemli bir değer kaybına yol açacaktır[Yalaza,2000:12].

Özellikle farklı ülke şirketlerinin sıkça birleştiği günümüzde, kültür farkları daha da önemli bir faktör olarak ön plana çıkmaktadır. Çalışma alışkanlıklarından, ücret farklılıklarına kadar her şey şirket faaliyetlerini aksatabilmektedir. Birleşmelerde sorunların büyük bir çoğunluğu öngörülemeyen kültür farklılıklarından meydana gelecek ve uluslararası ortaklıkların sayısı arttıkça bu sorunlar da daha sık ve daha karmaşık hale gelecektir. Bu bağlamda kültürleri bütünleştirmenin güçlü bir yolu da hızla sonuç alacak kısa dönemli projelerdir[Ashkenas vd.,1999:139].

Şirket birleşmelerinin başarılı olabilmesi için birleşmeden önce dikkat edilmesi gereken noktalar aşağıdaki gibi özetlenebilir[Yaşa,2000:1; Okka,1998:53]:

- Şirketin rasyonel bir birleşme politikasının olması,
- Birleşmeyi yapacak her iki şirket kendi insan kaynağının beklentilerini öğrenmelidir,
- Birbirlerinin kültürlerini ve tarihçelerini iyi bilmeliler,
- Birleşecek şirketlerin karşılıklı olarak birbirlerine güvenmeleri gerekir,
- Hangi amaçla birleşildiğini her iki taraf da iyi bilmeli ve unutmamalıdır,

- Şirket çalışanlarına birleşmenin ne demek olduğu ve onları nasıl etkileyeceği en yetkili kişiler tarafından açıklanmalıdır,
- Satın alınacak şirketin geçmiş performansının analiz edilmesi,
- Satın alınacak şirketin varlıklarının incelenmesi,
- Satın alınacak şirketin personel ve örgütsel problemlerinin incelenmesi,
- Şirket satın almanın getireceği mali yüklerin sağlıklı tahmin edilmesi.

Şirket birleşme ve satın almaları konusunda, GE Capital Service'in birleşme ve satın alma uygulamalarından çıkarttığı dersler bu konuda oldukça dikkat çekicidir [Ashkenas vd.,1999:122]. Söz konusu dersler:

- Şirket birleşmesi, alışverişin ancak imzadan sonra yürürlüğe giren farklı bir aşaması değil, anlaşma öncesinde yapılan ayrıntılı incelemeyle başlayıp yeni şirketin yönetimi süresince devam eden bir süreçtir,
- Birleşme yönetimi, tam zamanlı bir iştir. Faaliyet, pazarlama ya da finansman gibi ayrı bir departman olduğunun anlaşılması gerekir,
- Yönetimin yapısı, kilit roller, raporlama ilişkileri, işten çıkarmalar, yeniden yapılanma ve bütünleşmenin insanların kariyerlerini etkileyebilecek diğer boyutları, anlaşma imzalandıktan mümkün olan en kısa süre sonra insanlara duyurulmalı ve yürürlüğe sokulmalıdır. Sürüncemede kalan değişiklikler, belirsizlikler ve aylarca süren rahatsızlıklar insanların gücünü tüketir ve alımın değerini azaltmaya başlar,
- Başarılı bir birleşme, sadece şirketlerin teknik yanlarının değil, farklı kültürlerin de kaynaşması sonucunu da doğurur. Bunun en iyi yolu da

insanları hemen bir araya getirerek şirketin sorunlarını çözmelerini ve daha önce elde edilmemiş sonuçlara ulaşmalarını sağlamaktadır.

4.2.2. Temel Finansal Uygulamalar ve Yönetimi

Firma değerini arttırmaya yönelik olarak yapılan yeniden yapılandırma planlarının ana eksenlerini, firma içi ve firma dışı unsurlar oluşturmaktadır. Ancak, firma değerine etki yapabilecek en önemli unsurlardan birisi de firmanın sermaye yapısı olabilmektedir. Çünkü şirketler borçlanmak suretiyle vergi korumasından yararlanarak firma değerini arttırabilmektedirler. Diğer taraftan öz kaynak oranının yüksek olması AOSM'ni yükselteceğinden, firma değerini düşürücü etkisi de vardır. Bu durum firmanın hedef sermaye yapısının etkin yönetimini gerektirmektedir. Bu bağlamda firma değerini etkileyen başlıca finansal uygulamalar aşağıdaki başlıklar altında açıklanabilir[Üreten ve Ercan,2000:36].

4.2.2.1. Optimal Borç ve Öz kaynak Bileşimi

İşletme finansman kararlarında alternatif kaynak seçimi yaparken; finansmanda maliyeti, kullanılacak alternatif kaynağın olası riski ve kaynak sağlanmasında kullanılacak finansman enstrümanının satılabilirliğini ayrı ayrı ve hep birlikte dikkate almak zorundadır. Bu temel faktörlerin yanında işletme finansman kararlarını asla kesin ve bir defalık karar olarak düşünmemelidir. Finansman kararları, bir defa alınan ancak işletme stratejilerini sürekli etkileyecek kararlardır. Bugün alınan finansman kararları işletmenin gelecekte alacağı kararlarını doğrudan etkileyeceğinden, bu tür kararlar işletmeyi önümüzdeki dönemde güç durumda bırakabilir. Kısaca işletme finansman kararlarını sürekli kararlar olarak düşünmelidir[Erol,1999:305].

Bu nedenle finansman kararlarının bugün alındığı, fakat ileride işletmeyi etkileyeceği asla unutulmamalıdır. Bunun için, finansman kararlarında finansal esneklik iyi şekilde değerlendirilmeli, bugünkü karar, yarın alınabilecek finansal kararları olumsuz etkilememelidir. Karar alınırken işletmenin stratejilerinin

gerçekleştirilmesinde etkili olacak bugünkü finansal kararlar, ileride alınması olası finansal kararlar ile birlikte düşünülmelidir.

Sermaye maliyeti finansman teorisinde yaygın şekilde tartışılan, gerek şirket yöneticileri, gerek ekonomistler açısından büyük önem taşıyan bir konudur. Alternatif yatırım imkanlarının değerlendirilmesinde, şirketin faaliyetlerine ilişkin çeşitli finansman kararlarının alınmasında sermaye maliyeti, diğer bir ifadeyle kaynak maliyeti önemli bir kriterdir. Diğer taraftan, sermaye maliyeti şirketin sermaye yapısının optimal olup olmadığını belirlemek için de bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Şirketler için farklı sermaye yapılarına sahip olma imkanları bulunmaktadır. Hangi sermaye yapısının diğerine kıyasla daha iyi veya kötü olacağını belirlerken, sermaye maliyeti bir ölçü olarak kullanılmaktadır[Türko, 1999:461].

Ancak şirketlerin sermaye yapıları, borç / öz sermaye oranları zaman içerisinde değişmektedir. Hiçbir şirket, aynı sermaye yapısını sürekli olarak devam ettiremez. Örneğin, işletmeler devamlı olarak faaliyetlerini borçlanma ile finanse edemezler. Belki ilk kuruluşta, bir şirketin sermaye yapısı içerisinde yabancı kaynaklar ağırlıkta olsa bile, zamanla şirkette dağıtılmayan kârlar, sermaye artırımları ile bir öz sermaye temeli oluşturulacak ve şirketi yönetenler öz ve yabancı kaynaklar arasında bir denge sağlamak zorunda kalacaklardır[a.g.e., s.461].

Optimal borç ve öz kaynak teorisine göre her firma, kendisi için optimal sermaye yapısını aramalı ve yatırım projelerini bu optimal yapı bozulmayacak şekilde finanse etmelidir. Bir şirket için optimal sermaye yapısı firmanın piyasa değerini maksimum ve sermaye maliyetini minimum kılan sermaye bileşimidir[Akgüç, 1994:474].

Optimal sermaye yapısını belirlemeye yönelik olarak yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalar, bir şirketin optimal sermaye yapısının kesin olarak belirlenebilmesi için kullanılabilecek bir sonuç ortaya çıkarmamıştır. Ancak, sonuç olarak kabul edilebilecek temel noktalar aşağıda belirtildiği gibi, finansal kaldıracın faydalarını ve zararlarını karşılaştırmayı gerekli kılmaktadır. Bu fayda ve maliyetlerin

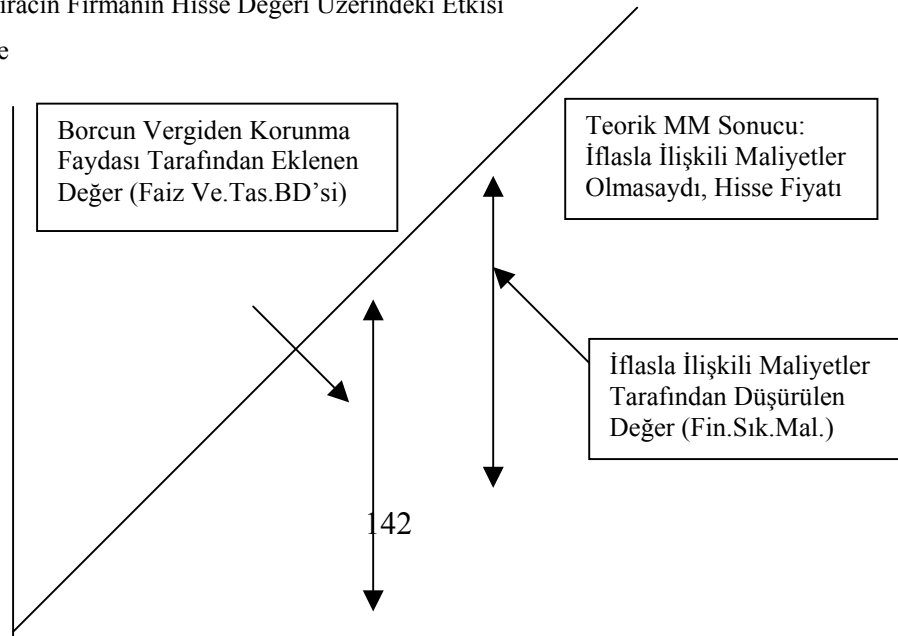
karşılaştırılmasından sonra bir firmanın ağırlıklı olarak öz kaynakla mı, yoksa borçla mı finanse edilmesi gerektiğine karar verilebilir[Brigham,1996:230].

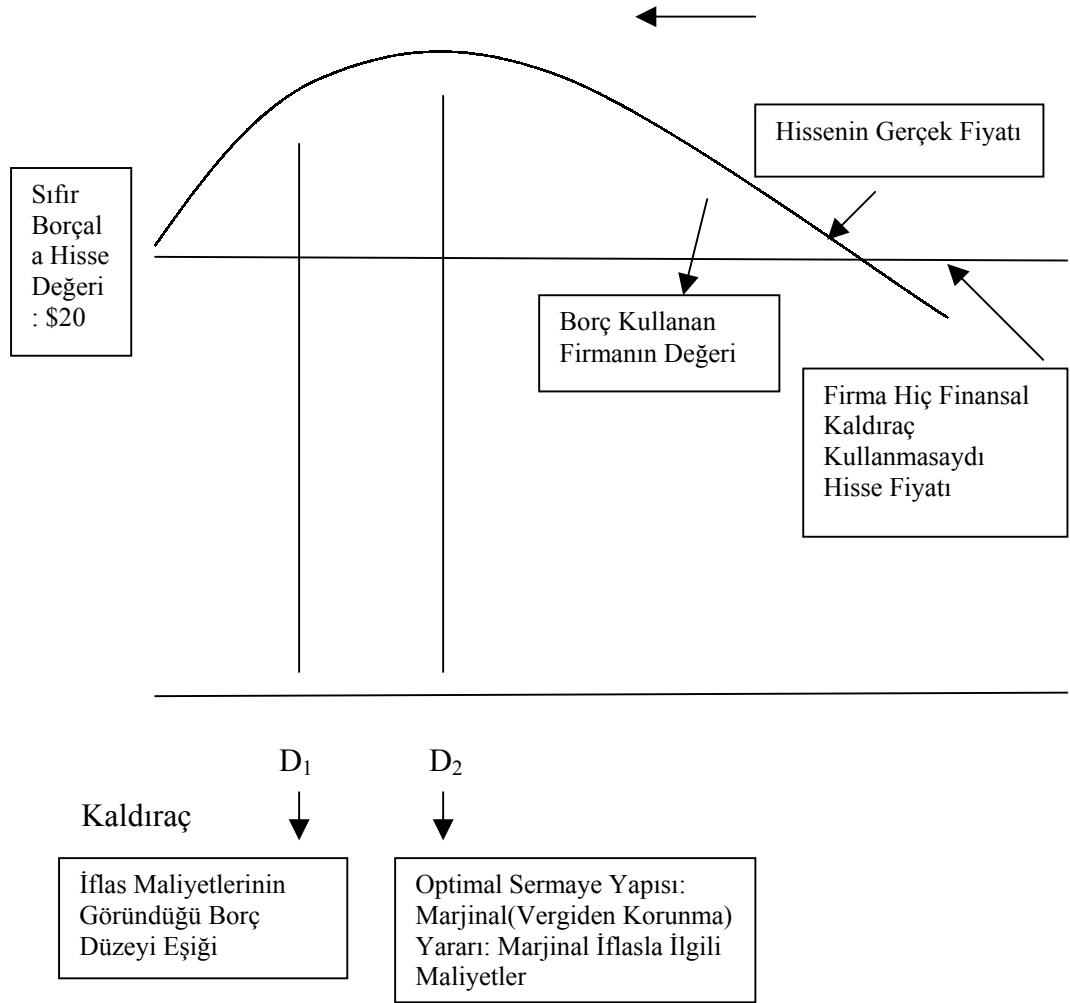
Faizin vergiden düşülebilir bir gider olması ve vergi oranlarının yüksek olması gerçeği, borcu hisse senetlerinden daha düşük maliyetli yapmakta ve bu durum şirketleri borçlanmaya teşvik edici bir unsur olmaktadır. Gerçekte, borcun maliyetinin bir kısmı devlet tarafından ödenmektedir. Diğer bir ifadeyle, borç, vergiden korunma faydası sağlamaktadır. Böylece, borç kullandıkça hisse senetlerinin fiyatı ve firma değeri de artmaktadır[a.g.e.,s.230]. Çünkü şirketin ödeyeceği vergi yükü, borç kullanmamasına göre azalmakta ve bu da şirket ortakları için ilave bir değer oluşturmaktadır. Halbuki, bu avantaj firmaların öz kaynak ile finanse edilmesi halinde söz konusu değildir. Eğer, borçlanma bir vergi tasarrufu sağlıyorsa, zımnen kabul edilmiş optimum borç politikası en aşırı uç olacaktır.

Borçla finansman sağlamanın diğer önemli bir faydası da, yöneticilerle şirket ortakları arasındaki çıkar çatışmasını azaltarak yönetimi değer oluşturma konusunda yoğunlaşmaya teşvik etmesidir. Çıkar çatışması genellikle yöneticilerin ortaklar açısından fazla değer oluşturmamayan yatırımlar yapması veya görkemli genel müdürlük binalarının inşa edilmesi vb. gibi savurganlıklarla kendisini gösterir. Şirketler genellikle nakit fazlası içinde buldukları dönemlerde bu tip harcamalara yönelmeye eğilimlidirler. Diğer yandan şirket ortakları ise, bu gibi durumlarda yöneticilerin nakit fazlalarını kâr payı olarak hissedarlara dağıtacaklarını beklemektedirler[Üreten ve Ercan,2000:40].

Şekil-6: Kaldırıcın Firmanın Hisse Değeri Üzerindeki Etkisi

Firmanın Hisse
Değeri





Kaynak;BRİGHAM, F.Eugene;Finansal Yönetimin Temelleri,1996, s.231.

Ancak, bu görüş genellikle yöneticilerin çıkarlarına uygun değildir. Çünkü kâr payı dağıtımları şirketin büyüklüğünü ve yöneticilerin kontrolü altındaki varlıkları azaltacaktır. Yöneticiler bu nedenle şirkette oluşan net nakit fazlalarını ortaklara önemli bir değer artışı sağlamayan yatırımlara veya gereksiz lüks harcamalara aktarabilirler. Fazla borç ile faaliyetlerini sürdüren şirketler; borçlarla ilgili anapara ve faizlerini ödeyebilmek için sürekli olarak nakit sağlama baskısı altında kalırlar. Böylelikle, gereksiz yatırımlara ve harcamalara ayrılacak fon tutarı, doğal olarak, fazla olmayacaktır[a.g.e.,s.40].

Yukarıdaki şekilde D₁'in ötesinde iflasla ilgili maliyetler artan bir biçimde önemli olur ve artan bir oranda borcun vergi avantajlarını azaltır. Dolayısıyla, borç oranı

arttikça firmanın hisse fiyatı azalan oranda artar. Ancak, D_2 'nin ötesinde iflasla ilgili maliyetler vergi avantajlarını aşar. Bu nedenle D_2 optimal sermaye yapısını gösterir. Teorik ve amprik çalışmaların sonuçları da yukarıdaki tartışmaları desteklemektedir. Ancak, istatikselsorunlar hem verilen herhangi bir şirket, hem de genel olarak şirketler için D_1 ve D_2 noktalarını belirlemeyi engellemektedir [Brigham,1996:231].

Tablo-5: Optimal Sermaye Bileşimi

Sermaye Bileşimi		Borç Maliyeti %	Öz Kaynak Maliyeti %	Ağr.Ort.Ser.Mal. % (AOSM)
Borç	Öz Kaynak			
.10	.90	5.0	15.0	14.00
.20	.80	6.0	16.0	13.80
.30	.70	6.0	17.0	13.70
.40	.60	7.0	18.0	13.60 (AOSM Bilş.)
.50	.50	7.5	20.0	13.75
.60	.40	8.0	24.0	14.40
.70	.30	9.0	28.0	14.70
.80	.20	12.0	30.0	15.60
.90	.10	15.0	35.0	17.00

Kaynak: Erol, Cengiz; İşletmelerde Finansal Yönetim, İmge Kitabevi, Ankara-1999,s.310.

Şirketin ortalama sermaye maliyeti, şirketin sermaye bileşimini oluşturan borç ve öz kaynak maliyeti ve bileşim içindeki oransal dağılımına göre değişir. Şirket belli bir noktaya kadar, firmanın ortalama sermaye maliyetini borçlanarak azaltabilir. Belli noktadan sonra borçlanma, ortalama sermaye maliyetinde öz kaynak maliyetinden fazla bir yük getirir. Şirket bu noktada optimal sermaye bileşimi kararını alır[Erol,1999:309]. Bu durum yukarıdaki tabloda da açık bir şekilde gösterilmiştir.

4.2.2.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Finansal sıkıntı, şirketin finansal yükümlülükleri şirketin faaliyetlerini etkilediği zaman ortaya çıkar. Örneğin, bir şirket faiz ödemelerini karşılamak için verimli

ekipmanlarını satmak zorunda ise, şirket finansal sıkıntı içindedir. Bu durumda, şirketin finansal yükümlülükleri şirketin faaliyet politikasını değiştirmesini gerektirir[Kolb ve Rodriguez 1996:258]. Finansal sıkıntı bazen iflasla sonuçlanır, bazen de sadece tehlikede olmak anlamına gelir[Brelaly vd.,1997:417].

Şekil-6, borcun vergi yararları ile, iflasla ilişkili maliyetler veya finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengelenmenin optimum sermaye yapısını nasıl belirlediğini göstermektedir. Vergi tasarrufunun bugünkü değeri, şirket daha fazla borçlandıkça başlangıçta artmakta, fakat sonradan firma vergilendirilebilir kârları tükettikçe azalmaktadır. İlimli borç düzeylerinde finansal sıkıntı olasılığı düşüktür ve dolayısıyla borcun vergi avantajı etkili olmaktadır. Fakat bir noktada finansal sıkıntı olasılığı ek borçlanma ile hızla artar ve finansal sıkıntının muhtemel maliyetleri şirket değerini önemli bir biçimde eritmeye başlar. Teorik optimuma, ek borçlanmadan kaynaklanan vergi tasarruflarının bugünkü değeri finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değerindeki artışla dengelendiğinde erişilir[a.g.e.,s.418].

Yatırımcılar borçlu şirketlerin finansal sıkıntıyla karşılaşabileceğini bilirler ve bu yüzden finansal sıkıntı maliyetleri konusunda endişe duyarlar. Bu endişe, borçlu firmaların menkul kıymetlerinin piyasa değerine de yansımaktadır. Bu durumda, her ne kadar firma finansal sıkıntı içinde olmasa bile, yatırımcılar gelecekteki sıkıntı ihtimalini cari değere ilişkin tahminlerine yansıtırlar. Bu da, firmanın toplam değerinin aşağıdaki gibi üç kısımdan oluşması anlamına gelmektedir [a.g.e.,s.418].

Toplam Piyasa Değeri = (Tamamen Öz kaynakla Finansman Durumundaki

Firma Değeri + Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri)

– Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri

Finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri, hem finansal sıkıntı olasılığına, hem de finansal sıkıntı söz konusu olursa karşılaşılabilecek maliyetlerin büyüklüğüne bağlıdır.

Finansal sıkıntıdan kaynaklanan diğerk bir önemli maliyet ise kaçırılan yatırım fırsatlarıdır. Eğer, bir şirket finansal olarak sıkıntıda veya iflas etmek üzere ise, şirketi finanse edenlerin hepsinin son derece çıkarına bile olsa, yeni yatırımlar için ek kaynak bulmak imkanı pek yoktur. Firmanın finansal sıkıntıda olması nedeniyle bu önemli yeni yatırımların kaçırılma ihtimalinin yüksek olması, potansiyel olarak firmanın değerini azaltan diğerk bir unsurdur.

4.2.2.3. Temsilci (Agency) Maliyetleri

Son yıllarda, şirket faaliyetleri ve özellikleri konularında farklı modellerin oluşturulmasında temsil maliyetleri teorisi giderek önem kazanmıştır. Temsil maliyetleri konusunda öncü olan çalışma Jensen ve Meckling tarafından 1976 yılında yapılmıştır. Modern bir şirket; yönetim, çalışanlar, hissedarlar, borç verenler gibi bir çok çıkar sahibinin birleşmesinden oluşmaktadır. Önceleri, tüm çıkar sahiplerinin ortak bir amaç için çalıştıkları varsayılmıştır. Ancak temsil maliyetleri teorisi ile olası çıkar çatışmaları karar modellerine girmiş ve bu çatışmaların nasıl önlenebileceği yolunda öneriler geliştirilmiştir. Temsil maliyetleri teorisinin esas olarak finans teorisinin alanında olmadığı ileri sürülse de, bu teorinin, şirket birleşmeleri ve borçlanarak satın almalar gibi son yıllarda oldukça yaygın hale gelen konuların incelenmesinde önemli katkıları olmuştur [Özer,2000:37].

Temsilci maliyetleri çağdaş işletmelerde, sahiplik ve yöneticiliğin birbirinden ayrılmış olduğu ve yöneticilerin her zaman şirket sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda davranmadıkları temeline dayanmaktadır. Yönetici yıllık performansına göre ücret ve ikramiye alıyorsa, kısa dönemli kârlar için, şirketin uzun vadeli büyüme stratejilerini ve hisse senedi fiyatının maksimizasyonu amacını feda edebilecektir. Her ne kadar bu nedenlerle ortaya çıkacak maliyetlerin fark edilmesi ve ölçülmesi zor olsa da, hisselerin piyasa fiyatının gerçeği yansıtması mümkündür[Bolak,1998:9].

Yapılan araştırmalar şirketin büyüklüğü ile üst düzey yöneticilerin ücretleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu nedenle yöneticiler daha fazla ücret,

güç ve prestij için yatırımların, değer oluşturup oluşturmadığına fazla önem vermeden şirketin büyümesi için çaba gösterebilirler. Özellikle, aşırı lüks genel müdürlük binaları ortakların refahına en fazla zarar veren temsilci maliyeti olarak değerlendirilmektedir[Hickman vd.,1996:17].

Bir çok birleşme ve ele geçirme faaliyetiyle, kaldıraçlı satın alma faaliyetinin temelinde temsilcilik maliyetleri bulunmaktadır. Tipik bir kaldıraçlı satın alma, şirket yöneticilerinin, dış bir finans desteğinin de yardımıyla, hissedarların hisselerini yüksek fiyatlardan satın alarak, şirket sahipliğini ele geçirme girişimleridir. Bu kişilerin, şirket hisselerini neden piyasa değerlerinin üzerinde satın almaya razı oldukları irdelendiğinde, şirketin sahipliğini ele geçirdikten sonra, temsilcilik maliyetlerini düşürecekleri ve hisse senetlerinin değerini yükseltecekleri tezine ulaşılmaktadır [Bolak, 1998:9].

4.2.2.4. Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order)

Finansman hiyerarşisi, bir şirketin kullandığı şirket içi ve şirket dışı finansal kaynakların maliyetleri arasındaki farklılıklardan oluşur. Şirket içi kaynakların maliyeti ile şirket dışı kaynakların maliyeti arasında gözlenen fark, şirketleri, herhangi bir yatırım harcamasını finanse ederken öncelikle daha ucuz olan şirket içi fonları kullanmaya, tükenen iç kaynakların ardından daha pahalı olan şirket dışı fonları talep etmeye yöneltir. Bu durum finansman hiyerarşisi olarak bilinmektedir[Günçavdı vd., 1999:10].

Finansman Hiyerarşisi Teorisi, iç kaynakların yetersiz olması durumunda şirketlerin hisse senedinden çok tahvil ihraç etmeyi yeğlediklerini ifade eden bir teoridir. Hisse senedi ihracının açıklanması genellikle hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Çünkü, yatırımcılar yöneticilerin hisse senedi ihracını, genellikle, hisse senedinin

yüksek fiyatlandığına inandıkları zaman yaptıklarını düşünmektedirler. Bu nedenle de finans yöneticileri, hisse senedi ihracının yatırımcılar tarafından nasıl yorumlanacağı konusunda endişe etmektedirler. Diğer taraftan, tahvil ihracının hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisi önemsiz gözükmektedir. Belki de bunun nedeni, borcun yanlış fiyatlama, alanının dar olması, bu nedenle de bir borç ihracının yatırımcıya verici bir işaret gibi gelmemesidir[Brealey vd.,1997:417].

Bu gözlemler sermaye yapısına ilişkin bir finansman hiyerarşisi teorisi ortaya çıkarmaktadır. Bu teoriye göre;

- Şirketler öncelikle kendi sağladıkları fonların hisse senedi değerini düşürebilecek hiçbir ters işaret göstermeyeceğinden iç finansmanı tercih ederler,
- Dış finansmanın gerekli olduğu durumlarda ise, işletme önce borçlanmayı tercih eder, bunu gerçekleştirmediği takdirde hisse senedi ihracına son çare olarak başvurur.

Bu teoride, hedeflenmiş açık bir borç / öz kaynak bileşimi bulunmamaktadır. Çünkü iki tür öz kaynak vardır: içsel ve dışsal. İlki bu hiyerarşide yukarıdadır, ikincisi ise alttadır. Finansman hiyerarşisi, en kârlı şirketlerin neden genellikle daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni, genellikle borç / öz kaynak oranlarının düşük olması değil, dışsal fonlara ihtiyaç duymamalarıdır [a.g.e.,s.427].

4.2.2.5. Asimetrik Bilgi (Information Asymetry)

Modigliani-Miller(MM), yatırımcıların bir firmanın geleceği konusunda firma yöneticileri ile aynı bilgiye sahip olduğunu varsaymaktadır ve bu durumu simetrik bilgi olarak adlandırmaktadır. Ancak, yöneticilerin kendi firmaları konusunda dışarıdaki yatırımcılardan gerçekte daha iyi bilgi sahibi oldukları da bilinmektedir. Bu durum asimetrik bilgi olarak adlandırılmakta ve şirketin optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaktadır[Brigham,1996:232].

Asimetrik bilgi yaklaşımı, ekonomik faaliyet üzerinde finansal yapının etkilerini araştırarak finansal bir sözleşmede farklı taraflar için elde edilebilir bilgi farklılıkları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Borçluların kredi verenlere kıyasla bilgi avantajı vardır, çünkü borçlular üstlenmek istedikleri yatırım projeleri hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler[Karacan, 1997:50]. Taraflardan her birinin sahip olduğu bu bilgi eşitsizliği asimetrik bilgi olarak isimlendirilmektedir.

Bilgi eksikliği finansal piyasalarda esas itibariyle iki tür problem oluşturmaktadır [a.g.e.,s.50]. Bunlardan birisi, Ters Seçim olarak isimlendirilen ve taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup esas itibariyle saklı bilgidir. Saklı bilgi, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği bilgidir[Ökte,2001:2]. İkincisi ise, Ahlaki Riziko olarak isimlendirilen ve sözleşme yapılmasından sonra ortaya çıkan yetersiz bilginin oluşturduğu bir problemdir.

Bilgi eşitsizliğinin düzeyi daha çok firmanın büyüklüğüne, organizasyon yapısına ve karmaşıklığına bağlı bulunmaktadır. Hisse senetleri milyonlarca yatırımcıya dağılmış büyük şirketlerde, mülkiyet hisse senetleri sahiplerinde olmakla birlikte kontrol tamamen yöneticilerin elinde bulunmaktadır. Bu tip büyük firmalarda, hisse senetleri sahipleri bireysel olarak şirketin küçük bir kısmını ellerinde bulundururlar. Bu nedenle de yönetimin aldığı kararları yakından izlemek için önemli bir çaba göstermezler. Ayrıca, yönetim kurulu veya yöneticilerden memnun olmasalar bile, çok az bir pay veya oy gücü ile bireysel yatırımcıların şirkette herhangi bir değişiklik yapma şansları pek bulunmamaktadır. Bu tip şirket yönetiminden memnun olmayan hisse senedi sahipleri genellikle ellerinde bulundurdukları şirket hisse senetlerini satmayı tercih ederler. Söz konusu şirketler bilgi eşitsizliğinin en fazla olduğu şirketlerdir[Hickman vd.,1996:17].

Asimetrik bilgi diğer piyasalar gibi finansal piyasaları da etkileyebilen önemli bir sorundur. Asimetrik bilgi problemi özellikle finansal piyasalardaki tam rekabet şartlarını bozarak, menkul kıymet ve kredi piyasalarının işleyişini olumsuz yönde etkilemektedir. Ancak asimetrik bilgi probleminin, hemen hepsi piyasa sisteminin

kuralları içinde düşünölen çeşitli çözümleri bulunmaktadır. Piyasadaki bilginin arttırılmasına yönelik olan bu çözümlerin en önemlileri, özel bilgi üretimi ve satışı ile kamu düzenlemeleridir. Bunların dışında, bankaların diğler araçılara göre üstün konumları, itibar sermayesi oluşturulması, teminat ve yüksek öz sermaye şartlarının aranması ve sözleşmelerin bağlayıcılığının sağlanması gibi yöntemler de bulunmaktadır. Ancak burada belirtilmesi ve dikkat edilmesi gereken husus, bu tedbirlerin hiçbirinin asimetrik bilgi problemini tek başına yok edemeyeceği gibi, özellikle menkul kıymet piyasalarında bu sorunun tamamen ortadan kalkmasının da mümkün olamayacağıdır[Ökte,2001:9].

Asimetrik bilgi teorisinde şirketin yöneticilerinin yatırımcılarından daha doğru bilgiye sahip oldukları ifade edilmekte, bu farklılığın da asimetriye neden olduğu bilinmektedir. Güçlü ve etkin piyasaların olması durumunda farklı bilgi söz konusu olamayacağından asimetrik bilgiden de bahsedilemeyecektir. Asimetri söz konusu ise, bu piyasanın simetriye geleceği düzey büyük bir ihtimalle yöneticilerin şirket için belirledikleri değer düzeyinde olacaktır. Asimetrik bilgi teorisinin önemli bir mesajı da şirketlerin yeni hisse senedi ihracı haberinin, yeni yatırımcılar için olumsuz haber olmasıdır[Brigham,1996:233]. Çünkü sermaye artırımını kararını eski hissedarlar vermekte olup genellikle hisse senetlerinin borsada aşırı değerlendirildiği zamanı tercih etmektedirler.

Finans literatüründe bilgi eşitsizliğinin önemli olmasının nedeni firmaya bir maliyetinin olmasından kaynaklanmaktadır[Hickman,vd.,1996:17]. Ancak, sermaye piyasalarındaki işlemlerde dürüstlük ve açıklığı sağlamak için, içeridekilerin şirket hisselerini alıp satmaları konusunda sıkı yasal düzenlemeler yapılmaktadır.

4.2.2.6. Kar Payı Dağıtım Politikası ve Yönetimi

Kar payı dağıtım politikaları yatırımcıların beklentilerini ve dolayısıyla davranışlarını etkileyerek, şirketin piyasa değerine bir etkide bulunmaktadır. Örneğin, ortaklar yüksek oranda kar payı dağıtılmasını, karın firmada bırakılmasına kıyasla daha emniyetli buluyorlarsa, kar paylarının dağıtılmaması veya düşük

oranda dağıtılmasına olumsuz tepki gösterebilirler ve bu durum, hisse senedinin piyasa fiyatının düşmesi sonucunu doğurabilir. Şirketin bunu engellemek için yüksek oranda kar payı dağıtımına gitmesi, şirketin bünyesinde daha az kar bırakılmasına ve şayet yatırımlar için ihtiyaç duyduğu fonları sermaye piyasasından sağlama imkanı yoksa, büyüme hızının yavaşlamasına yol açar [Bolak,2000:256].

Diğer taraftan, eğer şirket sermaye artırımını yoluyla kaynak sağlama imkanına sahip olsa bile, ortaklar ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artırımının gerektireceği giderler nedeniyle, kârın dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasını tercih edebilirler. Böyle bir durumda, belki de yüksek oranlı kâr payı dağıtımını nedeniyle hisse senedi fiyatlarının düşmesi söz konusu olabilir. Bu söylenenler, her şirket için geçerli olabilecek ideal bir “kâr payı dağıtım politikası”nın söz konusu olamayacağını, kâr payı dağıtım politikalarının şirketten şirkete değişebileceğini göstermektedir.

Firma değerinin makzimizasyonu açısından kâr payı politikasının önemi, dağıtılacak kâr payı tutarı ile ne yapılacağına göre değişmektedir. Eğer dağıtılacak kâr payı tutarı firmada AOSM oranında bir getiri sağlayacaksa, firma değerine herhangi bir olumlu veya olumsuz etkide bulunmayacaktır. Ancak, şirket bu fonları dağıtmayıp, getirisi sermaye maliyetinden yüksek yatırımlarda kullanacaksa, bu durum firma değerini kâr payı dağıtım alternatifine göre daha olumlu etkileyecektir. Eğer, firma bu fonları getirisi sermaye maliyetinden daha düşük yatırımlarda kullanacaksa veya gereksiz lüks harcamalar yapacaksa, kâr payı dağıtım alternatifini firma değerini daha olumlu etkileyecektir. Bu nedenle firmanın kâr payı dağıtım politikası firma değerini olumlu veya olumsuz etkiler diye bir yargıda bulunmak yerine, dağıtılmayan bu fonların nasıl kullanılacağını sorgulamak, firma değeri açısından daha çok önem taşıyacaktır[Üreten ve Ercan, 2000:48].

Kâr payı dağıtım politikasının hisse senedinin ve dolayısıyla firmanın piyasa değerini etkileyip etkilemediği, etkiliyorsa ne şekilde etkilediği 1960’lı yıllardan beri, finans literatürünün önemli ilgi alanlarından birini teşkil etmiştir. Bu konu ile ilgili iki temel görüş, Modigliani ve Miller’in (MM) başını çektiği; kâr payı dağıtım

politikasının hisse senedinin ve dolayısıyla firmanın piyasa değerini etkilemediğini öne süren görüş ile Linter ve Gordon'un savunduğu, kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olduğu görüşleridir[Bolak, 2000:264].

Modigliani-Miller, bir firmanın değerinin yalnızca temel kazanma gücü ve işletme riski tarafından belirlendiğini iddia etmişlerdir. Diğer bir ifadeyle MM, firma değerinin yalnızca firmanın aktiflerinin meydana getirdiği kâra bağlı olduğunu, bu kârın temettü veya dağıtılmayan kâr ve dolayısıyla büyüme arasında bölünmesine bağlı olmadığını ileri sürmüşlerdir[Brigham,1996:255]. Bu görüşe göre, hisse senedi sahipleri, elde edecekleri gelirin kâr payı veya sermaye kazancı şeklinde olması konusunda kayıtsızdırlar. Şirketin değeri; sadece sahip olduğu varlıklar ve bu varlıkların oluşturduğu gelirler tarafından belirlenir. Dolayısıyla ne kadar kâr dağıtıldığının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır. Uygun yatırım hacmini gerçekleştirmek isteyen işletme bu yatırım için gerekli olan fonları ister elde ettiği kârlardan karşılansın, isterse elde ettiği kârın bir kısmını veya tamamını ortaklarına dağıtıp, gerekli fonları dağıttığı kâr payı kadar yeni hisse senedi ihracıyla karşılansın, iki seçenek de hisse senedi fiyatı, dolayısıyla firma değeri üzerinde aynı etkiyi meydana getirecektir.

Buna karşı Myron Gordon ve John Linter, kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatlarını, dolayısıyla işletmenin piyasa değerini etkilediğini ileri sürmektedirler. Bu görüşe göre, nakit olarak dağıtılan kâr payları yatırımcıların gözünde, gelecekte gerçekleşecek ve belirsizlik içeren sermaye kazancından daha güvenli ve daha değerlidir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, bugün elde edecekleri kâr payını, gelecekte elde edecekleri sermaye kazancına tercih etmektedirler[Bolak, 2000:265].

Bu iki karşıt görüşün yanı sıra, kâr payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisi konusunda değişik bakış açıları da bulunmaktadır. Bunlar temel olarak Artık Fonlar Teorisi, Bilgi İçeriği ve Sinyal Hipotezi ve Müşteri Grubu Etkisi olarak literatürde tartışılmaktadır.

4.2.2.7. Yatırımcılarla İletişim

Firma değerinin yönetimi açısından diğer bir önemli husus da, yatırımcılarla olan iletişimdir. Yöneticiler genellikle iletişim problemine fazla bir önem vermemektedirler. Çünkü, yöneticiler yaptıkları yatırımlarla ve faaliyetleriyle ilgili aldıkları kararlarla firma değerini olumlu etkileyecek işler yaptıkları zaman, yatırımcıların onların performansını değerlendireceklerine ve bunu da hisse senedi fiyatlarına yansıtacaklarına inanırlar. Bu durum uzun vadede doğru olmakla birlikte, kısa vadede yöneticiler ile yatırımcıların sahip olduğu bilgi farklılıkları nedeniyle, firmaların hisse senetlerinin aşırı veya düşük değerlendiği konusunda, firma ortakları veya yöneticileri tarafından yapılan yorumlara sıklıkla rastlanmaktadır.

Firma yöneticilerinin firmalarının genellikle piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inanmalarının nedeni, kendi firmalarının gelecekteki performansını gerçek olarak değerlendirememeleri veya aşırı iyimser olmalarından kaynaklanabileceği gibi, yatırımcıların veya analistlerin eksik bilgiye sahip olmalarından da kaynaklanmaktadır[reten ve Ercan,2000:50].

şirketler ile yatırımcılar arasındaki iletişimin en az maliyetli ve en yaygın olarak kullanılanı, düzenli olarak yayınlanan finansal tablolarıdır. Gerek muhasebe ve denetim ilke ve standartlarının gereği gibi uygulanması, gerekse yöneticilerin itibarı bu raporların güvenilirliğini etkilemektedir. Ancak, finansal tablolar dışında da iletişimi arttıracak ve firmanın piyasa tarafından daha iyi anlaşılmasını sağlayacak faaliyetlerde de bulunulabilir. Bunlardan en önemlisi şirketi takip eden analistlerle düzenli olarak toplantılar yapmaktır. Böylelikle, şirketlerin finansal tablolara yansıyan mevcut durumu dışında gelecek hakkında şirketin planları ve yeni uygulamalarının n sonuçları da analizlere yansıtılabilir. Bu toplantılarda borç / öz kaynak yapısı, kâr payı dağıtım politikası, yeni yatırımlar gibi finansal olaylardan, yeni yönetim ve pazarlama politikalarına, araştırma-geliştirme yatırımlarına kadar şirketin gelecekteki performansını etkileyecek önemli bütün unsurları hakkında bilgi verilmelidir[a.g.e.,s.51]. Böylece, şirket yöneticileri ile şirketi dışarıdan değerleyen analistler arasındaki bilgi ve gelecek hakkındaki beklenti farklılıkları en aza indirgenmiş olur. Bunun sonucunda ise, şirketin olması gereken değeri konusunda herkes tarafından daha gerçekçi bilgiler elde edilebilir.

4.3. Şirket Değerleme Yaklaşımları

Modern finans literatüründe sermaye maliyetine ilişkin olarak en çok tartışılan konulardan birisi de sermaye yapısı ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkidir. Günümüzde şirket büyüklüğü, performansı ve değerlendirme gibi konular sık sık tartışılmaktadır. Bir şirketin değerini anlamak, şirketin yapısını, sektörün durumunu gözden geçirmek ve çeşitli varsayımlardan yararlanıp değişik yöntemlerle tutarlı bir sonuç bulunmasıyla ancak gerçekleştirilebilmektedir.

Bilindiği gibi her varlık mutlaka bir değere sahiptir. Ancak, bu değer belirlenmesi sırasında kullanılan bilgiler ve yöntemler oldukça farklılık göstermektedir. Örneğin, arsa, bina gibi reel varlıkların değerlendirilmesi hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların değerlemesinden oldukça farklı olduğu gibi, hisse senedi değerlendirilmesi ile tahvil değerlendirilmesi arasında da farklı bilgi ve yöntemler kullanılmaktadır. Bu farklılıklara rağmen, değişik varlıkları değerlendirirken ortaya çıkan en önemli benzerlik, kaçınılmaz bir belirsizliğin var olmasıdır [Damodaran,1996:1]. Bu belirsizlik genellikle değerlendirilen varlığın niteliğinden kaynaklanırken, değerlendirme modeli de bu belirsizliği arttırabilmektedir.

İşletmeler yaşam süreleri boyunca, işletme içi ve işletme dışı sebepler dolayısıyla sürekli değişen bir dinamik anlayış içinde gelişmektedirler. Bu nedenle, bir şirket için objektif, gerçek ve o andaki değerini gösteren tek bir değerlendirme yöntemi mevcut değildir. Dolayısıyla, bir şirketi değerlendirirken tek bir değer değil, belirli sonuçlardan oluşan bir değerlendirme aralığı bulmak gerekmektedir[Cesur vd., 1999:28].

Finans teorisyenleri tarafından üzerinde birleşilen en temel görüş, bir şirketin değerinin, gelecekteki kâr paylarının bugünkü değerine eşit olmasıdır. Bu temel görüş ortaya konulduktan sonra, doğal olarak bütün değerlendirme yaklaşımlarının bu görüş ile uyumlu olması gerekir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi de bu görüşün geçerliliğini sağlayan en önemli yöntemdir. Gelecekteki kâr paylarının bugünkü değeri ve gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri yaklaşımları (serbest nakit akımlarının sonuçta firma tarafından ortaklara dağıtılan tutara değer olarak eşit olması koşulu ile) firma değeri olarak birbirlerine çok yakın sonuçlar verirler[Palepu vd.,1997:6-23].

Pek çok kişi piyasanın yakın gelecekteki kârlarla ilgilendiğine ve uzun dönemde ortaya çıkacak nakit akımlarının pek önemli olmadığına inanmaktadır. Ancak, zaman içerisindeki bulgular, piyasanın muhasebe temeline dayalı yaklaşımlardan daha çok, nakit akımlarına göre hareket ettiğini göstermektedir. Bu nedenle fiyat katsayıları gibi muhasebe temeline dayalı değerlendirme tekniklerini kullananların, şirket değerlemesinde yanlış sonuçlara ulaşma ihtimalleri yüksektir. Bunun belirleyicisi ise zaman içerisinde piyasa olmaktadır[Copeland vd.,1996:22].

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan yaklaşımlardan bazıları işletmenin mevcut durumundan hareket ederken, bazıları ise işletmenin gelecekteki kazanma gücünü firma değerinin belirlenmesine esas olarak almaktadır. İşletmenin mevcut durumundan hareket eden yaklaşımların kolay hesaplanabilme gibi önemli bir avantajı bulunurken, firma değeri işletmenin gelecekteki kazanma gücü ile son derece yakından ilişkilidir. Bu bakımdan bir işletmenin satışında, satın alınmasında, diğer bir işletmeyle birleşmesinde, şahıs ortaklıklarında ortaklar arasındaki değişmelerde firma değeri belirlenirken işletmenin gelecekteki kazanç potansiyeli üzerinde ısrarla durulması gerekir. Çünkü, firma değeri bir işletmenin gelecekteki kazanç potansiyelinin değerlendirilmesiyle oluşur[Aksöyek,1994: 162].

Şirket birleşmeleri ne şekilde olursa olsun anlaşma görüşmelerine başlayabilmek için öncelikle, söz konusu şirketlerin bugünkü değerlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Zira bu değerler birleşmede konu edilecek nakit veya hisse senedi

şeklindeki ödemenin de temelini oluşturacaktır. Eğer her iki şirketin de hisse senetleri borsada işlem görüyorsa, birleşme görüşmelerinde kullanılacak baz değerler kısmen hazır demektir. Şirketlerden birinin veya ikisinin de hisse senetleri borsada işlem görmüyorsa, o zaman her iki şirketin de değerlerini hesaplama çalışmalarının başlatılması gerekmektedir. Bu çalışma, bilinen firma değerlendirme yöntemlerinden birinin kullanılması suretiyle yürütülür[Sarıkamış, 1999b:14].

Şirket değerinin belirlenmesinde birçok yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemlerden her biri farklı açılardan şirketin değerini belirlemeye yaklaştığından ve her biri ayrı birtakım varsayımlara dayandığından kullanıldıkları alanlar ve şirketler de farklı olmaktadır. Ayrıca her yöntemin kendine özgü üstünlükleri ve sınırlılıkları da bulunmaktadır. Bu yüzden şirket değerlemesini yapmaktaki amaca göre kullanılacak değerlendirme yönteminin de belirlenmesi gerekmektedir.

Şirket değerlemesinde değişik yaklaşımlarla elde edilen sonuçlar karşılaştırmalı olarak değerlendirilmelidir. Değişik değerlendirme yöntemleri kullanılarak bulunan değer aralıkları, diğer yöntemlerle bulunan şirket değer aralıklarıyla karşılaştırılarak ortak ve tutarlı bir sonuca ulaşılmaktadır. Şirket değerinin belirlenmesinde uygulamada sık kullanılan yöntemlerden birkaçı aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

4.3.1. Düzeltilmiş Defter Değeri Yaklaşımı

Şirketin gerçek değerini ulaşmada düzeltilmiş defter değeri yaklaşımının kullanılmasındaki temel amaç, şirketin yayınlanmış bilançosundaki bilgilere dayanarak şirketin değerinin belirlenmesidir. Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımıyla şirketin değerinin belirlenmesinin diğer yaklaşımlara göre göreceli olarak daha kolay olması, bu yaklaşımın sıkça kullanılmasına neden olmaktadır. Ancak içerdiği potansiyel sorunlar, şirket birleşmelerinde şirket değerinin belirlenmesinde kullanılmasını güçleştirmektedir[Cornell,1993:15]. Bu yöntem, geçmişte oluşan finansal verileri kullanarak ortaya bir değerlendirme sonucu koyar ve şirket faaliyetlerinin gelecekte oluşturacağı mali sonuçları değerlendirme kapsamına almaz[Okur,2001:74].

Bu yöntemde şirket varlıklarının özellikle gayrimenkul, makine ve teçhizatın, tarihi değerleri yerine ekspertiz değerleri esas alınır. Burada önemli olan şirketin pazar potansiyelinin (müşteri portföyü, marka, reklam harcamaları) değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkacak artı değerdir. Şerefiye olarak adlandırılabilir bu değer tespiti oldukça güç ve subjektif olacaktır[Sirel, 1992:34].

Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımına göre şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamıdır. Bu yaklaşımda şirketin değeri iki yöntemle hesaplanabilir. İlk yöntemde göre, şirketin değeri, şirkete borç verenlerin, imtiyazlı ve adi hisse senedi sahipleri gibi şirkete yatırım yapanların talep haklarının defter değerinin toplamı olarak ifade edilebilir. İkinci yöntemde ise, şirketin değeri, net aktifler toplamından yatırımcıların talepleri dışında kalan diğer yükümlülükleri çıkarılarak bulunur[Cornell,1993:15].

Şirket değerinin bu yaklaşımla belirlenmesinin daha önce de ifade edildiği gibi bir takım sakıncaları bulunmaktadır. Yaklaşımın en belirgin sakıncası bilançoda gösterilen aktif ve pasiflerin defter değerinin pazar değerine eşit olmamasıdır. Bunun nedeni bilançoda gösterilen defter değerinin tarihi maliyetlere dayandırılmış olmasından kaynaklanmaktadır[a.g.e.,s.15].

Şirket değerinin belirlenmesinde düzeltilmiş defter değeri yaklaşımının uygulanmasını güçleştiren faktörler şunlardır[Çelik,1999,s.86];

i. Enflasyon: Şirketin bilançosunda gösterilen değerler tarihi maliyetlerle kaydedilmiş olduğundan, bu varlıkların fiyatlarının enflasyona bağlı olarak yükselmesi bilançooya yansımaz. Bu açıdan bilançonun aktifinde yer alan varlıkların defter değerleri pazar değerinden daha düşük olmaktadır. Her ne kadar şirketler enflasyon muhasebesi uygulayarak bu sakıncayı ortadan kaldıracaklarsa da, enflasyon muhasebesinin uygulanmasında da birtakım sınırlılıklar bulunmaktadır.

ii. Teknolojik Yıpranma: Şirketin bilançosunda yer alan bazı maddi duran varlıklar yeni teknolojilerin geliştirilmesi nedeniyle değer kaybına uğrayabilir. Teknolojik

yıpranma etkisi ile maddi duran varlıkların pazar değeri düşmüş olabilir. Her ne kadar bu varlıklar için amortisman ayrılıyor olsa bile, ayrılan amortisman miktarı teknolojik yıpranmanın meydana getirdiği değer düşmesini karşılayamayabilir. Özellikle hızlı teknolojik gelişmeler bazı maddi duran varlıkların ekonomik ömrünü çok kısaltmaktadır. Böyle bir durumda düzeltilmiş defter değeri yönteminin kullanılması uygun bir yöntem olmayacaktır.

iii. Parayla İfade Edilemeyen Varlıklar: Şirketlerin bilançolarına yansımayan ve şirketin gerçek değeri üzerinde önemli etkileri olan varlıkları da söz konusu olmaktadır. Şirketin örgüt yapısındaki üstünlükleri, ürettiği ürünlerin markası, şirketin ürünlerinin tüketicilerin gözündeki yeri, uyguladığı pazarlama sistemi gibi parayla ifade edilmesi son derece güç varlıklar, diğer varlıklar ile bir bütün olarak şirketin başarısında etkili olmaktadır. Düzeltilmiş defter değeri yönteminde bu varlıklar şirket değerlemesinde dikkate alınmamaktadır. Oysa bu varlıklar da şirketin değerinin oluşmasında oldukça etkili olmaktadır.

Birleşmelerde şirket değerinin belirlenmesinde defter değerinin, genellikle önemli bir rolü olmamaktadır. Çünkü şirketlerin cari değeri ile defter değeri arasındaki ilişki zayıftır. Defter değeri şirkete yapılmış tarihi yatırımları gösterdiği için, şirketin cari değeri ile oldukça farklı değerleri yansıtır. Bunun yanında farklı şirketlerde farklı muhasebe politikaları uygulanması da bir takım sorunlar oluşturmaktadır. Hatta aynı şirketin yıllar itibariyle muhasebe politikaları uygulamasında değişme olması durumunda bile doğru sonuçlara ulaşmak güçleşmektedir.

Önceleri defter değeri, birleşmelerde şirket değerinin belirlenmesinde egemen bir unsur olmasına rağmen, bugün ancak defter değeri, pazar değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu takdirde bir anlam taşıyabilmektedir. Şayet bir birleşmenin amacı başka bir şirketin likiditesini elde etmekse, değişim şartları açısından defter değeri ve işletme sermayesi önem kazanır. Bu önem, o şirketin kazanç gücünden çok likiditesi ve varlıklarının değeri için birleşilmesi durumundan kaynaklanmaktadır. Ancak, bu şekilde şirketin değerinin hesaplanmasının birleşme görüşmelerinde

şirkete ödenecek fiyatın belirlenmesinde çok fazla belirleyici olmayacağı da açıktır[a.g.e.,s.81].

4.3.2. Hisse Senedi ve Borçları Değerleme Yaklaşımı

Şirket değerinin belirlenmesinde hisse senedi ve borçları değerlendirme yaklaşımının kullanılması, düzeltilmiş defter değeri yaklaşımı gibi kolaydır. Şirket değerinin hesaplanmasının kolay olması, bu yöntemin halka açık şirketlerin değerinin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılmasına neden olmuştur[Cornell,1993:34].

Şirket değerinin belirlenmesinde uygulamada kullanılan şirketin hisse senetleri ve borçlarını değerlendirme yaklaşımı, özellikle halka açık şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımda şirketin değeri, şirketin dolaşımdaki hisse senetlerinin piyasa değerlerinin ve borçlarının piyasa değerinin toplamı alınarak hesaplanır. Bu yaklaşımda esas olan ilke, şirkete yatırım yapanların yatırımlarının değerinin şirket değeri olarak kabul edilmesidir[Çelik, 1999:87].

Bu yaklaşımın şirket değerinin belirlenmesinde kullanılmasında da bazı sakıncalar söz konusu olmaktadır. Bu sakıncaların en önemlisi sadece hisse senedi sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin değerinin belirlenecek olmasıdır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin değerinin belirlenmesi bu yöntemle mümkün olmamaktadır. Bu durum hisse senedi ve borçların değerlendirilmesi yaklaşımının kullanım alanını oldukça sınırlandırmaktadır.

Bu yöntemin kullanılmasındaki diğer bir sakınca da, hisse senetlerinin değerinin piyasada devamlı değişiyor olmasıdır. Piyasadaki arz talep şartları hisse senedinin fiyatının sürekli değişmesine neden olmaktadır. Bu da, şirket değerinin belirlenmesinde öncelikle hangi değer hesaplamada kullanılacağına belirlenmesini gerektirmektedir. Hisse senetlerinin ve borçların değerlendirilmesi yaklaşımında hisse senetlerinin piyasada oluşan en son değerinin alınması bazı durumlarda sakıncalı olmaktadır. Çünkü piyasada oluşan en son değer hisse senetlerinin gerçek değerini yansıtmayabilir. Bu nedenle bu yaklaşımın

uygulanmasında şirketin son hisse senedi fiyatı yerine, son fiyatların ortalamasının kullanılması da söz konusu olmaktadır[Cornell,1993:34].

Özellikle piyasada, hisse senedi fiyatlarının suni olarak oluşturulması söz konusu ise şirket değerinin hesaplanmasında kullanılan hisse senedinin fiyatı, firmanın gerçek değerinin belirlenmesine engel olacaktır. Şirket birleşmelerinde, birleşme işleminin duyurulmasından önce içerden öğrenenlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemeleri söz konusu olmaktadır. Bunun sonucu, şirketin hisse senetlerinin fiyatının normalin üzerinde yükselmesi şeklinde olacaktır. Böyle bir ortamda şirket birleşme görüşmelerinde şirketin değerinin belirlenmesinde hisse senetlerinin ve borçların değerlendirilmesi yaklaşımı kullanılırsa, alıcı şirket bir takım ek maliyetlerle karşılaşacaktır. Çünkü hisse senedi fiyatlarındaki normal olmayan yükselme hedef şirketin değerinin normalden daha yüksek belirlenmesine yol açacaktır[Schwert,1996:153].

Özellikle sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olduğu ülkelerde, piyasanın ve hisselerin yeterli derinliğe sahip olmamış olması bu yöntemin kullanılmasında önemli ölçüde etkilemektedir. Bu durumda, yöntemin kullanılması halinde ileride birleşmelerin başarısız olmasına kadar varabilecek sonuçlar da meydana gelebilecektir.

4.3.3. Gelecekteki Büyüme Değeri Yaklaşımı(GBD)

Şirketlerin değerleri halen elde ettikleri ve gelecekte elde edecekleri nakit akımına göre belirlenmektedir. Ancak, günümüzdeki şirket değerlendirme teknikleri daha sofistike bir hal almıştır. Bu nedenle işletmenin bir bütün olarak değerlendirmesinde, işletmenin gizli yedeklerini açığa çıkaran, işletmeyi diğer işletmelerden ayıran özellikleri dikkate alan ve işletmenin sürekliliğini sağlayıcı diğer faktörleri göz önünde bulunduran bir değerlendirme türü akla gelmektedir[Cesur vd.,1999:28].

Bu yaklaşım, yeni ekonomi ve değişen rekabet ortamı nedeniyle, geleneksel hesaplama yöntemlerinin geçerliliğini yitirdiğini ileri sürmektedir. Buna göre, yeni

dönemde, şirket değerlendirme hesaplarına, bilinen fiziki unsurların dışında insan sermayesi gibi unsurların da dikkate alınması gerekmektedir[Stern,2000:14].

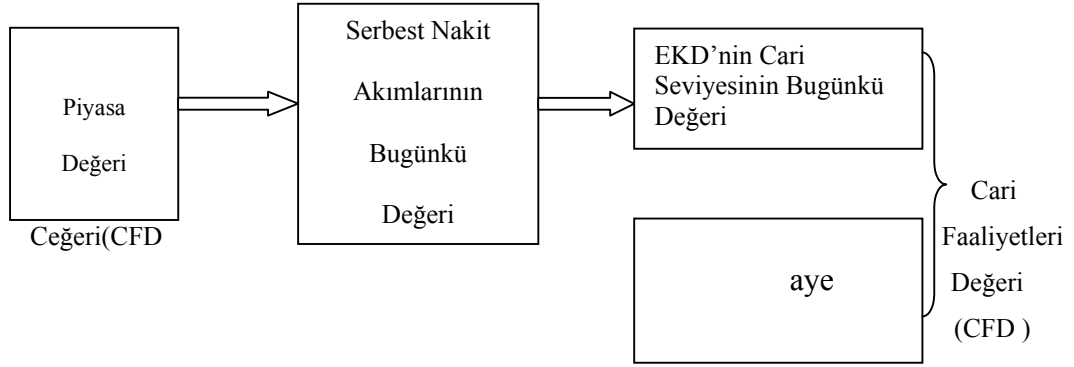
Bugün bazı teknoloji şirketlerinin değerlemesi Ekonomik Katma Değer(EKD) yöntemine göre yapılmaktadır. Bu şirketler kâr etmemelerine rağmen pozitif veya yükselen bir ekonomik katma değer oluşturabilirler. Muhasebe hesaplarındaki kârları negatif olsa bile, yeni kurulan internet, teknoloji ve biyoteknoloji gibi alanlardaki yeni ekonomi şirketlerine, çoğunlukla gelecekte sağlayacakları ekonomik katma değer göz önüne alınarak değer biçilmektedir. Bunlar oldukça riskli yatırımlardır ve birçok şirketin de nakit sağlayabilecek ürün ve hizmeti bile bulunmamaktadır.

EKD performansa dayalı bir sistemdir ve bir işletmede değer meydana getiren unsurları göstermek ve sonuçları ölçmek için kullanılan bir ölçüdür. Diğer bir ifadeyle EKD, bir strateji değildir, yöneticilere yeterli bir kazanç sağlayıp sağlayamadıklarını gösteren bir ölçüdür[Stewart,1999:4]. Aynı risk seviyesindeki yatırımlarda beklenen kazançlar daha düşük olursa EKD negatif olur ve şirket bu durumda sermaye kaybı ve daha düşük hisse senedi fiyatlarıyla karşı karşıya kalır[Pettit,2000:4]. Buna karşılık, Gelecekteki Büyüme Değeri (GBD) yöntemi, şirket yönetim felsefesini, entelektüel sermayesini de değerlemeye katmaktadır. Bu açıdan GBD, EKD'den çok farklı bir değerlendirme yöntemidir.

EKD, hem kâr hem de sermaye üzerine aynı şekilde yoğunlaşması nedeniyle değer meydana getiren varlıkları da içeren birçok gelir tablosu ve bilanço hesapları için bir faaliyet ölçüsüdür. EKD ve GBD'ye bağlı olarak bir işletmenin piyasa değerinin nasıl oluştuğu aşağıdaki şekilde de açıkça görülmektedir [a.g.e.,s.8].

Şekil-7: Gelecek Büyüme Değeri ve Cari Faaliyetlerin Değeri olarak Firma Değeri





Kaynak; Pettit, Justin; EVA@ Strategy, EVAuation, Stern Stewart@Co.Research, April-2000,s.8.

Gelecekteki büyüme değeri, gelecek beklentilerine dayandığı için marka, ürün, servis, insan, fikir, dağıtım kanalı, tedarik zincirleri, lojistik, üretim teknikleri, yeni pazar, yeni ürünler ve benzeri gibi patentli varlıklara yapılacak yatırımlar GBD'yi etkileyecektir. Çalışanların daha iyi bir performans için motive edilmesinin meyvesini vermesi ve yönetici kadroların yatırımcılarla aynı frekansta olması da GBD'yi etkileyen bir diğer etkidir. Son yıllarda, yatırımcılarda bilgisayar, yazılım ve telekomünikasyon gibi ileri teknoloji tabanlı alanlardaki şirketlerin gelişmelerine karşı oldukça iyimser bir yaklaşım göstermektedirler [Kohers ve Kohers,2000:41].

Günümüzde birleşme ve satın almalara yön veren bir eğilimin de GBD'ye bağlı olarak entelektüel sermaye olduğu olgusu kabul edilmektedir. Bu bağlamda bir şirketi başka bir şirket için cazip yapan faktörler o şirketin maddi varlıklarından, entelektüel sermayesine kaymaktadır. Artık şirketler sadece veya büyük oranda bir değerinin ileri teknoloji ile çalışan makineleri ve tesisleri için değil; elde tuttuğu patentler, müşterilerinin değeri, uzmanlık alanları, bilgi sermayesi ve çalışanlarının nitelikleri nedeniyle birleşme ya da satın alma yoluna gitmektedirler.

4.3.4. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yaklaşımı

Şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugüne iskonto edilerek değerinin bulunması, gelecekteki potansiyel değerine yönelik olması nedeniyle kullanılan en yaygın değerlendirme yöntemidir. İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, bir şirketin değer üretkenliğini ölçmektedir. Bu nedenle gelecekteki tüm nakit akımları tahmin edilerek şirketin gelecekteki değeri bulunmaktadır. Nakit akımlarının tahmini yapılırken şirketin geçmiş finansal tabloları kullanılmaktadır. Bu tablolara bakılarak şirketin nakit sağlayan kalemlerinin gelecek yıllardaki projeksiyonu yapılmaktadır. Bu projeksiyonlarda sabit veya değişken büyüme modelleri kullanılarak gelecekteki değerler hesaplanmaktadır. Geleceğe yönelik yapılan tahminlerde değişik senaryolar altında bazı varsayımlar yapılır. Tahminler neticesinde ortaya çıkan değer ancak bu varsayımlar altında bir sonuç ifade etmektedir. Bunlara ilave olarak, ülke, sektör ve şirket riski göz önüne alınarak bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de hesaplanmaktadır[Süel,1995:53].

İskonto edilmiş nakit akımlarını esas alan değerlendirme yöntemleri, satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi bir çok faktörün yıllar itibariyle tahmin edilmesini, tahminlerin açık bir şekilde ortaya konulmasını, gerçekçi olmasını ve birbirleriyle çelişmemesini gerektirmektedir. Tahminlerde yapılacak hataların işletmenin değerinde önemli değişikliklere yol açması nedeniyle, bu yöntemlerin kullanılması halinde, analistlerin yaklaşımları ve nitelikleri son derece önemli olmaktadır[Üreten ve Ercan,2000:11].

Firma değerinin tespitinde bir çok yaklaşımın bir arada uygulanması, ancak, kararın iskonto edilen net nakit akımları yaklaşımı ışığında alınması daha uygundur[Aksöyek,1994:164]. Firma değerinin belirlenmesinde işletmenin gelecekteki kazanma gücünün dikkate alınması, sahip olunan varlıklar dışında, firma üzerinde etkili olan, varlıkların etkin kullanımı, işletmenin kaynak yapısı, işletme yönetiminin, organizasyon, üretim, pazarlama ve finansman anlayışı gibi faktörleri de değerlendirmeye dahil ettiği için daha anlamlı sonuçlar vermektedir.

İskonto edilmiş nakit akımları bütün bilgiyi kapsayan tek ölçü olduğu için en iyi değerlendirme yöntemidir. Değer oluşturmayı anlayabilmek için, uzun dönemli bir bakış açısı olmalı, hem bilanço ve hem de gelir tablosu ile ilgili unsurlardan kaynaklanan nakit akımları yönetilebilmeli ve farklı dönemlerde ortaya çıkan nakit akımlarının riske göre düzeltilmiş şekilde nasıl karşılaştırılacağı bilinmelidir. Bilginin tamamına sahip olmadan iyi bir karar vermek neredeyse imkansızdır ve diğer değerlendirme yöntemlerinin hiç birisi bilginin tamamını kullanmaz. Ancak iskonto edilmiş nakit akımlarına göre bulunan firma değeri ile şirketin piyasa değeri arasında son derece güçlü bir korelasyon bulunmaktadır. Diğer yöntemlere göre bulunan firma değeri kısa vadeli olabilir. Ancak nakit akımlarına göre bulunan firma değeri kısa vadeli olamaz[Copeland vd.,1996:22].

Gelecek yıllardaki nakit akımlarının bugünkü değerinin alınmasıyla bulunan rakam toplam şirket değerini vermektedir. Serbest nakit akımlarını tahmin ederken şirketin nakit akımlarını belirleyen bileşenleri ortaya çıkarmak, geçmiş verileri incelemek, yapılacak projeksiyon süresini belirlemek ve çeşitli varsayımlarla büyüme oranlarını belirlemek gerekmektedir.

Bu yöntemde bilanço ve gelir tablosunda bulunan nakit sağlayıcı ana kalemlerin gelecek yıllardaki büyüme oranları hesaplanmakta ve geleceğe yönelik hesaplanan nakit akımları reel bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilmektedir. Değerlemesi yapılan kuruluşun kısa veya çok dalgalı bir geçmişi olması, geleceğe yönelik yapılan tahminlerin sağlıklı olarak gerçekleşmesini engellemektedir. Bu yöntemde esas amaç, mümkün olduğu kadar uzun vadeli ve tutarlı verilere dayanarak gerçekçi bir sonuca varmaktır[Süel,1995:53].

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, şirketin gelecekteki nakit akımlarının belirlenerek bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamını ifade etmektedir [Copeland vd.,1996:132]. Bu yöntemde şirketin değeri şirketin gelecekteki nakit akımlarına dayandırıldığından diğer değerlendirme yöntemlerine göre bir takım üstünlükler bulunmaktadır. Şirketin gelecekteki nakit akımlarının değerlemede temel olarak alınması, şirket değerinin gerçeğe daha yakın olarak belirlenmesine

neden olmaktadır. Çünkü şirketi gelecekte sağlayacağı nakit akımları sadece bilançoda yer alan aktif ve pasiflerin dikkate alınması ile değil, bütün olarak şirket faaliyetlerinin bir sonucu olmaktadır. Şirketin gelecekteki nakit akımları, bilançoda görülmeyen ve parayla ifade edilmeyen varlıkların etkisiyle de oluşmaktadır.

Tipik bir yatırım projesinin, ilk yatırım harcaması genellikle bilinir, birleşmelerde de en çok üzerinde durulan şey elde edilecek sinerjinin bu maliyeti haklı gösterip göstermeyeceğinin analizidir. Bunu belirlemek ise son derece güç olmaktadır. Diğer taraftan birleşmelerin analizinde, birleşilecek şirketin halen faaliyet gösteren bir şirket olması nedeniyle, nakit akımlarını tahmin etme süreci, sermaye bütçelemesi gerektiren projelerin nakit akımlarını tahmin etmekten daha kolay olacaktır[Çelik,1999:89].

Bu yöntemin uygulanması sırasında bazı sorunlarla da karşılaşılmaktadır [a.g.e.,s.89]. Bu sorunlardan birincisi, nakit akımlarının doğru olarak tanımlanması ve tanımlamaya göre gelecekteki nakit akımlarının doğru olarak tahmin edilmesidir. Şirketlerin ömrünün sonsuz olduğu varsayıldığından gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesinin güçlüğü de ortaya çıkacaktır. Bu güçlüğü azaltmak için geliştirilen bir yöntem şirketin ömrünü iki döneme ayırmaktır. Şirketin hızla geliştiği birinci dönemde yıllık esasa göre, ayrıntılı nakit akımları tahminleri yapılır. İkinci dönemde şirketin sağladığı nakit akımları istikrarlı bir yapıya kavuşmuş olduğu varsayılır. Dolayısıyla bunları tahmin etmek göreceli olarak daha kolay olmaktadır.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin birleşmelere uygulanmasında karşılaşılan diğer bir güçlük ise, iskonto oranının belirlenmesindedir. İskonto oranının belirlenmesinde bir çok faktörün göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İlgili sektörün özellikleri, getiri oranı, dönemsel dalgalanmalar şirketin dönemsel değişimlerden etkilenme derecesi, rakip işletmelerin kârlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen minimum getiri oranı ve alternatif getiri oranı gibi faktörler iskonto edilmiş nakit akımları yönteminde kullanılacak iskonto faktörünün belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin uygulanmasında aşağıdaki aşamalar gerçekleştirilmektedir[a.g.e.,s.90]. Bunlar;

i. Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi: Bu aşamada, işletmenin performansı ile işletmeye değer kazandıran kilit faktörlerin sektörün rekabet dinamiği ile ve ekonomiyle uyumu, gelirlerin artışının sektörün büyüme oranı ile uyumu, sermayenin geri dönme oranı ve hızının sektörün rekabet yapısı ile uyumu, teknolojinin etkileme oranı ve riski, işletmenin üzerine aldığı tüm yatırımı idare edip edemeyeceği ile tahminleme modelinin finansal yaptırımları araştırılır [Tavmergen,2000:11]. Bir şirketin gelecekteki nakit akımlarının tam olarak belirlenmesi mümkün değildir. Ancak yapılacak doğru varsayımlar yöntemin başarı olasılığını arttıracaktır.

Nakit akımları ile kazançlar arasında üç önemli fark bulunmaktadır[Çelik,1999: 90]. Muhasebe teorisi açısından satılan mal alıcıya gönderilmek üzere yüklenildiği veya bir hizmet gerçekleştirildiği zaman kazanç meydana gelmiş sayılır. Ödeme daha sonraki bir tarihte olabilir. Oysa nakit akımının doğması için fatura bedelinin ödenmesi gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle mal veya hizmetin bedeli nakden tahsil edilmediği veya ödemeler nakden yapılmadığı sürece nakit akımı doğmayacaktır. İkincisi ise, muhasebe teorisinde maddi duran varlıklar için amortisman ayrılır. Ayrılan amortisman şirket açısından bir nakit çıkışı gerektirmeyen giderdir. Üçüncüsü ise, muhasebe teorisinde meydana gelmesi muhtemel riskler için karşılık ayrılır. Fakat ayrılan karşılıkların nakit akımı üzerine bir etkisi olamaz. Belirtilen bu nedenlerden dolayı şirketin nakit akımları hesaplanırken bu hususlar önemle dikkate alınmalıdır.

Şirketin nakit akımı, nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki farktır. Nakit girişleri nakit çıkışlarından büyük olduğu zaman pozitif bir nakit akışı bulunmaktadır. Ancak net nakit akımlarının nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki farka eşit olması kuralının iki istisnası da bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, faiz ve kâr payı ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Nakit akışlarının belirlenmesinde hisse senedi ve tahvil sahiplerine yapılan ödemeler çıkarılmaz.

Çünkü bunlara yapılan kâr payı ve faiz ödemeleri şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken dikkate alınmakta ve nakit akımları zaten bunları dikkate alan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmektedir. Bu nedenle kaynak sahiplerine yapılan ödemeler nakit akımları belirlenirken nakit çıkışı olarak düşünülmez.

İkinci bir istisna ise, şirketlerin karşılaştıkları olağanüstü nakit akımlarından doğmaktadır. Şirket eğer önemli miktarda olağanüstü nakit akımları ile karşılaşmış ise, şirketin toplam değeri hesaplanırken olağanüstü nakit akımlarının bugünkü değerinin de eklenmesi gerekir. Bu durumda şirketin değeri;

Şirketin Değeri = Normal Faaliyetlerden Doğan Nakit Akımlarının Bugünkü

Değeri + Olağanüstü Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri

şeklinde olacaktır.

Olağanüstü nakit akımlarının ne zaman ve ne miktarda oluşacağını önceden tahmin etmek oldukça güçtür. Ayrıca bunların tahminindeki zorluk, bu nakit akımlarının olduğu yıllardaki normal faaliyetlerden doğan nakit akımlarının tahminini de güçleştirmektedir.

Belirtilen nedenlerden dolayı şirketin nakit akımları aşağıdaki formül ile hesaplanır[Cornell,1996:119];

Nakit Akımları = Vergi Sonrası Faaliyet Kârı + Faiz Ödemeleri + Karpayı

Ödemeleri + Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler – (Çalışma

Sermayesindeki Artış + Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Artış)

Nakit akımlarının tahmininde, alıcı işletmenin satıcı işletmeye ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir işletme olarak düşünmesi, nakit akımlarının

tahminini kolaylaştırması açısından yararlı olacaktır. Ancak birleşmeden dolayı sağlanabilecek ek faydalar, satıcı işletmeye ödenecek nihai fiyatın belirlenmesinde dikkate alınmalıdır[a.g.e.,s.119]. Birleşmelerin sağlayabileceği artan nakit akımlarının ele alınamamasının nedeni, değerlemenin daha karmaşık hale geleceği düşüncesidir.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesi bir takım varsayımların yapılmasını gerektirir. Öncelikle şirketin gelecekteki nakit akımlarının büyüme oranının tahmin edilmesi gerekir. Bu tahmin yapılırken şirketin geçmiş dönemdeki nakit akımlarının ve faaliyet gösterdiği sektörün analiz edilmesi, tahminlerin başarılı olması için oldukça faydalı olacaktır[Çelik,1999:92].

Ancak, firma değerinin tespitinde tahminlerde bulunurken, ilk önce gelir tablosu ve bilanço kalemlerini tahmin etmek gerekmektedir. Nakit akımları ve diğer ana unsurlar bu tahminlerin sonuçlarından türetilerek bulunabilir.

Gelir tablosu ve bilanço kalemlerini hiç tahmin etmeden doğrudan nakit akımlarını tahmin etmek de mümkündür. Ancak, bu genelde tavsiye edilen bir yöntem değildir. Nakit akımları ilk önce tahmin edilse bile, yine de nakit akımları ile gelir tablosu ve bilanço kalemleri arasındaki ilişkileri doğru bir şekilde değerlendirmek için proforma bilançoları, yatırılan sermayeyi ve performans oranlarını oluşturmak gerekmektedir. Bunlar tam olarak oluşturulmadığında, nakit akımlarını belirleyen ana unsurlardaki gelişmeleri görmek mümkün olmadığı gibi, geçmişle karşılaştırma yapmak ve sonuçları kontrol etmek de mümkün olmayacaktır. Bu ise yapılan değerlendirmenin güvenilirliğini önemli ölçüde azaltacaktır[Üreten ve Ercan,2000:93].

i.1. İşletmenin Geçmiş Yıllardaki Nakit Akımları: Firma değerlemesi ile ilgili tecrübeler her firmanın kendi gerçekleri ile değerlendirilmesi gerektiğini ve her yapılan değerlemenin diğerinden farklı olduğunu göstermektedir [Blackman, 1995:43]. Bir şirketin değerinin tespitinde ilk adım şirketin geçmiş performansının analiz

edilmesidir. Şirketin geçmiş performansının analiz edilmesi gelecek performans ile ilgili tahminlerde bulunurken ve bu tahminlere göre elde edilen sonuçları değerlendirirken analiste önemli bir bakış açısı da sağlamaktadır[West ve Jones,1992:158].

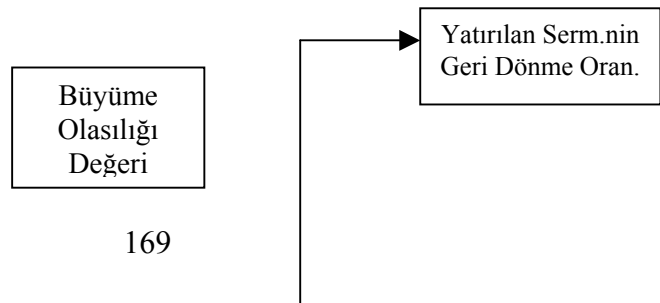
İşletmenin geçmiş finansal performansını incelemek, gelecekteki performansını tahmin edebilme açısından büyük önem taşımaktadır ve bu inceleme, serbest nakit akışının incelenmesi kadar, aşağıdaki şemada gösterilen ve işletmeye değer katan faktörleri de kapsamaktadır[Tavmergen,2000:10].

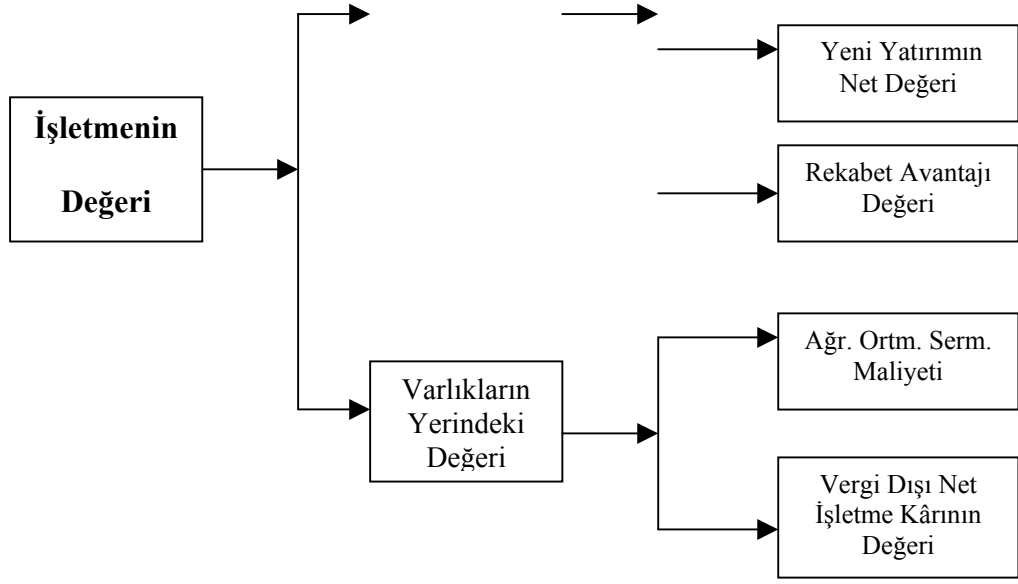
Nakit akımlarının belirlenmesinde, şirketlerin geçmişteki nakit akımlarının analiz edilmesi gerekir. Çünkü, işletmenin önceki ve cari yıllardaki başarısı, gelecek yıllardaki başarısının önemli bir göstergesi olmaktadır. Geçmiş yılların performansının belirlenmesinde son 3 ile 10 yıl arasını almak yeterli olacaktır.

İlgili dönem nakit akımlarının sadece tutar olarak değil, aynı zamanda nasıl elde edildiğinin de analiz edilmesi gerekir. Bunun yanında olağanüstü durumların da nakit akımlarına etkisi olmuşsa bu da analize dahil edilmelidir.

Halka açık olmayan şirketlerin geçmiş nakit akımları analiz edilirken daha dikkatli olunması gerekir. Genellikle bu tür şirketlerde gerek psikolojik, gerekse vergi ödemelerinden kaçınmak gibi ekonomik faktörlerin de etkisiyle gider kalemleri gerçeği yansıtmayabilir. Dolayısıyla bu tür kalemler titizlikle incelenmelidir.

Şekil-8: İşletmeye Değer Katan Kilit Faktörler





Kaynak:Tavmergen, İ.Pınar; Turizm İşletmelerinde Değerleme Faaliyetleri, Dış Ticaret Der.,Ocak-2000,s.10.

i.2. Faaliyette Bulunulan Sektörün Analiz Edilmesi: Şirketin geçmiş nakit akımlarının analizi tamamlandıktan sonra, bu nakit akımlarının sektör ile karşılaştırılması gerekir. Bu karşılaştırma ile o şirketlerin sektör içindeki konumu ve başarısı hakkında daha iyi değerlendirmeler yapılabilecektir.

Sektör bazındaki karşılaştırmalarda toplam yıllık net satışlar, vergi öncesi kârlar, kâr marjları, aktiflerin kârlılığı, alacakların ve stokların dönme çabukluğu ve benzer faktörler açısından analizler yapılmalıdır. Örneğin, dönemsel hareketlerden oldukça fazla etkilenen bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, satıcı şirketin geçmiş gelirlerinde düzenli bir artış gözleniyorsa gelecekte de böyle bir artışın olabileceği yolunda tahminlerde bulunulabilir. Böyle bir tahminde bulunurken geçmişteki şartların gelecekte de devam edip etmeyeceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Sektör yapısının analizinde, sektörün kârlılığını etkileyen unsurların neler olduğu belirlenmeye çalışılır. Michael Porter tarafından ortaya konulan sektör yapısı analizine göre, sektörün potansiyel kârlılığını etkileyen dört ana güç bulunmaktadır. Bunlar, ikame ürünler, satıcıların pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü ve sektöre giriş / çıkış kolaylığıdır[Üreten ve Ercan,2000:92].

i.3. Gelecekteki Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi: Firmanın geçmiş performansı analiz edildikten sonra, izlenecek yol firmanın gelecekteki performansının ve dolayısıyla nakit akımlarının tahmin edilmesidir. Gelecekteki performansı tahmin ederken dikkat edilecek en önemli nokta, büyüme ve YSG gibi şirketin değerini en çok etkileyen göstergelerde şirketin nasıl bir gelişme gösterebileceğinin belirlenmesidir. Burada, tahminleme ile ilgili belirli tekniklere girilmemekle birlikte, tahmin yaparken dikkat edilmesi gereken temel aşamalar verilmeye çalışılmıştır. Bu aşamalar şu şekildedir[a.g.e.,s.89];

- Hem sektörün özelliklerini, hem de firmanın rekabet avantajlarını ve dezavantajlarını dikkate alarak firmanın stratejik pozisyonunun değerlendirilmesi. Bu değerlendirme, firmanın büyüme potansiyeli ve sermaye maliyeti üzerinde getiri sağlama konusunda analiste ışık tutacaktır,
- Gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile ilgili tahminlerde bulunmak. Bu tahminler serbest nakit akımlarını, YSG'ni ve sonuçta da firma değerini doğrudan etkileyecektir,
- Bu tahminler yapıldıktan sonra proforma tablolar ve firma değeri otomatik olarak hesaplanabilecektir. Bundan sonra yapılması gereken, firma ve içinde bulunduğu sektör ile ilgili olarak değişik performans senaryoları geliştirerek duyarlılık analizi yapmaktır. Bu analiz, firma değerinin değişkenlerden nasıl etkilendiği ve en çok nelere karşı duyarlı olduğu konusunda bilgi verecektir,
- Yapılan tahminlerin ve sonuçlarının mantıklı olup olmadığının kontrol edilmesi. Bu kontrolde özellikle firma değeri üzerinde önemli etkiye sahip temel göstergelerde yoğunlaşılmalıdır.

ii. İskonto Oranının Belirlenmesi: İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde, iskonto oranı olarak, genellikle, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bulunan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, iskonto edilmiş nakit akımları yönteminde gelecek yıllara ait hesaplanan şirket nakit akımlarının bugünkü

değerinin hesaplanmasında bir iskonto faktörü görevini üstlenmektedir [Süel,1995:54]. Bulunan bugünkü değer firmanın toplam değeri olduğu için öz varlık değerine ulaşmak için inceleme tarihinde şirketin sahip olduğu borç toplamının bu değerden düşülmesi gerekir[Sarıkamış, 1999b:15].

iii. Şirket Değerinin Hesaplanması: Şirketin gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesinden sonra iskonto oranı olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini kullanarak nakit akımlarının bugünkü değerleri hesaplanır. Bugünkü değerlerin toplamı şirketin değerini verecektir[Cornell,1996:118].

4.4. Şirket Değerlemede Dikkate Alınacak Diğer Kurallar

Şirket değerlemesi yapılırken yukarıda açıklanan noktalar dışında diğer bazı faktörlerin de değerlendirilmesi dikkat edilmesi gerekmektedir[Üreten ve Ercan,2000:76]. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır.

4.4.1. Enflasyon Oranı

Nakit akımlarına göre yapılan değerlendirilmede dikkat edilmesi gereken en önemli hususlardan birisi de, nominal nakit akımlarının mı, yoksa reel nakit akımlarının mı indirgeneceğidir. Değerlemede enflasyonu da içeren nominal nakit akımları kullanılıyorsa, iskonto faktörünün de enflasyon oranını içermesi gerekmektedir. Eğer, enflasyondan arındırılmış reel nakit akımları kullanılıyor ise, nakit akımlarını indirgerken reel iskonto oranının kullanılması gerekir. Nominal nakit akımlarının reel iskonto oranı veya reel nakit akımlarının nominal iskonto oranı ile indirgenmesi halinde, bulunan net bugünkü değer ve dolayısıyla da firma değeri hatalı olacaktır.

Yapılan değerlemelerde nominal nakit akımlarının ve iskonto oranının kullanılması daha yaygın bir uygulamadır. Çünkü piyasada oluşan veriler nominal olduğu için bu verileri kullanmak daha basittir. Örneğin, geçmiş yıllardaki satışların ve maliyetlerin artış hızı, hem enflasyon oranını, hem de reel artışları veya azalışları içermektedir. Ayrıca, gerek borçların maliyetini, gerekse öz kaynakların maliyetini hesaplarken

kullanılan faiz oranı, enflasyon oranını da içermektedir. Eğer, enflasyondan dolayı bir arındırma yapılacak ve reel tutarlar ve oranlar hesaplanacaksa, bu arındırmanın bütün verilerde yapılması gerekir. Ancak, burada bahsedilen hususlar, doğal olarak sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ve enflasyon oranının düşük olduğu ülkeler için geçerlidir.

Enflasyon oranının %50 ile %100 arasında değiştiği Türkiye gibi ülkelerde, yıllar itibariyle bu oranları dikkate alarak bir değerlendirme yapmanın imkansızlığı gayet açıktır. Çünkü ileriye yönelik olarak yıllar itibariyle enflasyon oranının ne olacağını tahmin etmek pek mümkün olamamaktadır. Bu oranlara bağlı kalınarak enflasyon ve diğer bütün verilerin tahmin edilmesi halinde ise, ortaya çıkacak firma değerinin ve hisse senedi fiyatının güvenilirliği de son derece düşük olacaktır.

Enflasyon oranının yüksek olduğu bu gibi ülkelerde yapılacak değerlemelerde başlıca iki yol izlenebilir[a.g.e.,s.77]. Bunlardan birincisi, değerlemenin yerel para cinsinden reel olarak yapılması; ikincisi ise, geçmiş verilerin ve ileriye yönelik tahmini uygulamaların konvertbil bir dövizde çevrilerek yapılmasıdır. Yapılacak değerlemenin uluslararası düzeyde bir anlam ifade etmesi ve kullanılan veriler ve tahminlerde doğruluk ve uygulama bütünlüğü sağlanabilmesi açısından, konvertbil bir döviz üzerinden değerlemenin yapılması daha anlamlı olmaktadır.

4.4.2. Açık Tahmin Döneminin Belirlenmesi

Firma değerinin tespitinde önemli varsayımlardan birisi de, firmanın ömrünün sonsuz kabul edilmesidir. Firmanın ömrünün sonsuz kabul edilmesi durumunda, nakit akımlarının tahmin edilmesinde kullanılacak iki yöntem bulunmaktadır [a.g.e.,s.73]. Birinci yöntem, nakit akımlarının yaklaşık yetmiş beş veya yüz yıl gibi uzunca bir süre için tahmin edilmesidir. Daha ilerideki yıllarda ortaya çıkacak nakit akımlarının bugünkü değeri sifıra yaklaşacağından tahmin süresini daha fazla uzatmanın firma değerine önemli bir etkisi olmayacaktır. İkinci yöntem ise, firmanın

nakit akımlarının, açık dönem süresindeki nakit akımları (örneğin on yıl) ve açık dönem sonrasındaki nakit akımları olarak iki döneme ayrılarak tahmin edilmesidir.

Açık tahmin dönemi için detaylı tahminler yapılabilirken, firmanın geri kalan ömrü için devam eden değer(DED) hesaplanmaktadır. Açık tahmin dönemi, firma belirli bir istikrara kavuşana kadar devam etmelidir[a.g.e.,s.77].

Açık dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri, DED olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle, örneğin on yıl açık dönem süresince detaylı bir tahmin yapılmakta, on yıldan sonrası için ise, sadece devam eden firma değeri hesaplanmaktadır.

Firmanın Değeri = Açık Dönem Süresindeki Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri

+ Açık Dönem Sonrasındaki Nakit Akımlarının Bugünkü

Değeri

DED doğru olarak tahmin edilmesi firma değerlemesinde son derece önemlidir. Çünkü, DED, genellikle açık dönem için hesaplanan firma değerinden daha büyük olmaktadır. DED'in toplam firma değeri içinde genellikle %50'den fazla bir değere sahip olmasının nedeni, ilk yıllardaki nakit girişlerinin sabit sermaye ve işletme sermayesi için gerekli nakit çıkışları ile nispeten dengelenmesi ve böylece daha sonraki yıllarda daha fazla net nakit akışı oluşturulmasıdır.

Firmanın istikrara kavuşmasından kastedilen hususlar ise şunlardır; Firmanın açık dönem boyunca yatırılan sermaye üzerinden sağlayacağı getiri oranı sabitleşir, Firma kazancının belirli bir oranını her yıl işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek için tekrar yatırır, Firma devam eden değer dönemi boyunca yatırılan her yeni sermayeden sabit bir getiri oranı sağlar.

4.4.3. Nakit Akımlarının Zamanlaması

Nakit akımlarının iskonto edilmesi sırasında genellikle yıl sonu iskonto faktörü kullanılmakta ve böylece nakit akımlarının yıl sonunda elde edildiği öngörülmektedir. Halbuki, ortaya çıkan nakit akımlarının gerçek anlamda yılın sonunda mı, yoksa yılın başında mı ortaya çıktığının tam olarak bilinmesi mümkün değildir. Bunu bilebilmek için nakit akım tablolarının en azından aylık olarak yapılması gerekir. Bu nedenle nakit akımlarının yıla yayıldığı varsayımı yapılarak, nakit akımlarının yıl ortası düzeltme faktörü ile düzeltilmesi daha geçerli bir uygulama olmaktadır.

4.4.4. Gizli Varlıklar ve Menkul Kıymetler

Firma değerinin tespitinde göz önünde bulundurulması gereken diğer bir önemli husus da, firmaların sahip oldukları arsa, bina ve iştirakler gibi, bilançolarda genellikle defter değeriyle değerlendirilen gizli varlıklardır. Bu varlıklar faaliyet dışı değer sağlayan unsurlar olarak tanımlanabilir. Firmaların nakit akımlarına göre hesaplanan değeri içerisinde yer almayan bu unsurları dikkate almadan yapılacak değerlemenin, eksik olacağı açıktır.

İştiraklerin değerlendirilmesinde esas itibarıyla yapılması gereken, her bir iştirak faaliyetlerinden ve faaliyet dışı varlıklarından kaynaklanan ortaklara ait değerinin bulunarak, bu değerden iştirak oranına düşen kısmının değerlendirilen firmanın bulunan değerine eklenmesidir. Ancak, iştiraklerin hisse senetleri borsada işlem görüyorsa, piyasada oluşan fiyata göre iştirakleri değerlemek de mümkündür.

Firma değerlemesinde, aynı sektörde yer alan benzer firmaların esas alınması çok yanıltıcı sonuçlara yol açabilmektedir. Çünkü, firmalar arasında risk ve büyüme gibi faktörlerin önemli ölçüde farklılaşması nedeniyle firma değerleri de farklılaşmaktadır. Halbuki, aynı bölgede yer alan gayrimenkullerin değerlendirilmesinde karşılaştırılabilir olanların değerlerinin kullanılması çok yanıltıcı olmayacaktır. Gayrimenkullerin gelir sağlama ve risk karakteristikleri çok benzerdir. Bu nedenle firmaların esas faaliyetleri için gerekli olanlar dışında, sahip olduğu

gayrimenkullerin bulunacak değerlerinin, firmanın esas faaliyetlerinden sağladığı değere eklenmesi gerekir.

Bu varlıklar dışında firma değerini etkileyen ve faaliyet dışı değer sağlayan unsur olarak nitelenebilecek bir diğer unsur da, firmaların sahip oldukları menkul kıymetlerdir. Firmaların ellerinde bulundurdukları nakit fazlası menkul kıymetler, firmanın faaliyetlerinden sağladığı değere eklenmektedir. Firmaların nakit fazlalarından kaynaklanan değeri, bazen firmanın toplam değeri içerisinde önemli bir paya sahip olabilmektedir. Firmaların ellerinde tuttukları nakit fazlaları genelde firmanın faaliyetlerinden sağladığı getiriye sağlayamayacağından, normal şartlarda firma değerini olumsuz yönde etkilememelidir. Ayrıca, bu durum vergi koruma etkisini de tersine çevirmektedir. Özellikle Türkiye açısından düşünüldüğünde, menkul kıymetlerden elde edilen getiri, firmanın faaliyetlerinden beklenen getirinin üstünde bir getiri sağlayabilmektedir. Örneğin, \$ bazında yatırımdan %20 getiri beklenirken, risksiz faiz oranı olarak ifade edilen devlet tahvili ve hazine bonolarının faizi reel olarak %30'ların üzerinde olabilmektedir. Bu durum kısa vadeli olarak düşünülse bile, yine de firmaların yatırımlarını ertelemesine ve daha çok menkul kıymete yatırım yapmasına neden olmaktadır. Çünkü, firmalar risksiz olarak elde edebilecekleri bu getiriye, riski de eklediklerinde beklenen getiri çok yüksek olmakta ve yapacağı yatırımlar da bu getiriye sağlayamamaktadır [a.g.e.,s.80].

5. BİRLEŞME SÜRECİNDE DEĞERLEME UYGULAMASI

5.1. Giriş

Çalışmanın uygulama kısmında, birleşme kararı alan Çanakkale Çimento A.Ş. ile Akçimento A.Ş.'nin ve bunların birleşmesi sonucunda oluşan Akçansa A.Ş.'nin değeri, İskonto Edilmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılarak hesaplanacaktır. Bu şirketlerin uygulama için seçilmiş olmasındaki en önemli neden ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem görüyor olmalarıdır. Bu sayede değerlemesi yapılacak şirketler hakkındaki veriler daha doğru ve gerçekçi olduğundan yapılan işlemlerin de gerçekçi olması sağlanmış olacaktır.

Uygulama için İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin kullanılmasındaki temel amaç ise, bu yöntemin diğer yöntemlere göre sahip olduğu göreceli üstünlükleridir. Bu yöntem, şirketin gelecekteki kazanma gücünü dikkate alan yaklaşımların en gelişmiş halidir ve işletmenin gelecekte elde edeceği net nakit akımları, AOSM ile iskonto edilerek şirketin gerçek değeri hesaplanmaktadır [Aksöyek ve Yalçın,2000:346].

Burada şirket değerlerinin gelecekteki performanslara göre belirlenecek olması, gelecekle ilgili bazı varsayımların yapılmasını gerektirmektedir. Yapılacak olan bu varsayımlar, şirketlerin geçmiş verileri ve gelecekteki faaliyetlerine ilişkin tahminlere dayanacaktır. Yöntemin bu özelliği, şirket birleşmeleri için en uygun yöntem olması sonucunu doğurmaktadır [Çelik, 1999:95].

İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi ile şirket değerlemesinde iki yöntemle göre şirket değeri hesaplanabilmektedir[Üreten ve Ercan,2000:53]. Bunlar “Firmaya Ait Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi” ve “Öz Kaynağa Ait Serbest Nakit Akımlarının İskonto Edilmesi” yöntemleridir. Birinci yöntem olan Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları uygulamasında, önce firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanır ve daha sonra bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülerek, ortaklara kalan öz kaynakların değeri bulunur. İkinci yöntem olan Öz Kaynağa Ait Serbest Nakit Akımlarında ise, doğrudan ortaklara kalan öz kaynakların değeri bulunur. İskonto oranları, her bir nakit akımı kaynağının riskini yansıtacak şekilde doğru seçilirse, her iki yöntemle göre hesaplanan şirket değeri de tam olarak aynı sonucu verecektir.

Uygulama temel olarak iki ana bölümden oluşmaktadır. Bunlardan birincisi, birleşme öncesindeki şirketlerin (Çanakkale Çimento A.Ş. ve Akçimento A.Ş.) değerlerinin hesaplanması aşaması; ikincisi ise, birleşmeden sonra oluşan yeni şirketin (Akçansa A.Ş.) değerinin tespit edilmesi ve gerekli karşılaştırmaların yapılması aşamasıdır. Böylece birleşmenin olumlu / olumsuz etkisinin(sinerjinin) oluşup oluşmadığı da test edilmiş olacaktır.

5.2. Birleşme Öncesi Şirketlerin Değerinin Belirlenmesi

5.2.1. Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Şirketlere ait nakit akımları daha önceki bölümde belirtilen eşitlik yardımı ile hesaplanacaktır. Buna göre bir şirketin nakit akımları;

Nakit Akımları = Vergi Sonrası Faaliyet Kârı + Faiz Ödemeleri + Kâr Payı

Ödemeleri + Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler – (Çalışma

Sermayesindeki Artış + Sabit Serm. Yatırımlarındaki Artış)

eşitliği kullanılarak hesaplanabilir.

Bu eşitlik yardımıyla Çanakkale Çimento A.Ş., Akçimento A.Ş. ve Akçansa Çimento A.Ş.'nin nakit akımları hesaplanarak bu şirketlerin değerleri belirlenecektir.

Nakit akımlarının hesaplanmasında her üç şirketin cari¹ yıl ve geçmiş yıllardaki nakit akımları hesaplanacaktır. Çünkü geçmiş verilere dayanan bu analiz şirketlerin gelecekteki performanslarını tahmin etmede temel hareket noktasını oluşturmaktadır. Bunun yanında şirketlerin faaliyete buldukları sektörün de analiz edilmesi gerekmektedir. Yapılan bu analiz de, şirketlerin gelecek için nakit akımlarının tahmin edilmesinde temel hareket noktasını oluşturacaktır.

5.2.1.1. Cari Yıl Nakit Akımları

Çanakkale Çimento A.Ş. ile Ak Çimento A.Ş.'nin birleşme görüşmeleri 1996 yılının ilk yarısında başlamış ve ikinci yarısında tamamlanmıştır. Bu nedenle şirketlere ait

¹ Cari Yıl; Çanakkale ve Ak Çimento için 1995 yılı, Akçansa A.Ş. için ise 2000 yılı olarak değerlendirilmelidir.

Cari Yıl Verileri olarak bu şirketlerin birleşmeden önceki en son yayınlamış oldukları 1995 yılındaki tabloları kullanılmıştır.

Ek-I' de verilen Çanakkale Çimento A.Ş.'nin ve Ek-II'de verilen Akçimento A.Ş.'nin en son verilerinden hareketle yukarıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanan nakit akımları özet olarak aşağıdaki Tablo-6'da verilmiştir. Buna göre cari yılda her iki şirketin de nakit akımları negatif olmuştur. Bunun en önemli nedeni şirketlerin, Vergi Sonrası Faaliyet Kârları pozitif olmasına karşın, Çalışma Sermayesi ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki artışın göreceli olarak fazla olmasından kaynaklanmaktadır.

Çalışma sermayesindeki ve sabit sermaye yatırımlarındaki artışın yüksek olmasının nedeni ise, her iki şirketin cari yılda devam eden ve gelecek yıllarda tamamlanacak olan yatırımlardır. Her iki şirketin devam eden yatırımları Tablo-7 ve Tablo-8'de ayrıntılı olarak görülmektedir.

Tablo-6:Çanakkale Çimento A.Ş. ve Akçimento A.Ş.'nin 1995 Yılı Nakit Akımları (Milyon TL)

	Çanakkale Çimento A.Ş.	Akçimento A.Ş.
Faaliyet Kârı	5.968	459.882
Vergi (%46) (-)	2.745	211.545,7
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	3.223	248.336
Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler	731.424	412.013
Faiz Giderleri	1.192.625	300.357
Temettü Ödemeleri	88.670	230.406
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı	2.015.942	1.191.112
Çalışma Sermayesindeki Artış(-)	775.551	744.388
Sbt. Sermaye Harcamalarındaki Artış(-)	2.003.215	563.284

Net Nakit Akımları	(762.824)	(116.560)
--------------------	-----------	-----------

Kaynak: Çanakkale Çimento A.Ş. ve Akçimento A.Ş.'nin 1995 Yılı Faaliyet Raporundan yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablolardan da görüleceği gibi Çanakkale Çimento A.Ş.'nin devam eden yatırımlarının toplamı 2.469.283 milyon TL, Akçimento A.Ş.'nin devam eden yatırımları ise 2.583.300 milyon TL dir. Söz konusu yatırımlar her iki şirketin cari yıldaki nakit akımlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Ancak, bu yatırımların uzun vadede düşünüldüğünde, gelecek dönemlerde şirketlerin nakit akımlarına önemli katkı sağlayacağı da açıktır.

Tablo-7: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Devam Eden Yatırımları

Devam Eden Yatırımlar	Başlangıç- Bitiş Tarihi	Yatırım Tutarı(Milyon TL)
Çimento Silosu	1994-1996	13.128
Enerji Jeneratörü(50 MW)	1997-1997	2.117.375
Karamürsel Terminali	1996-1996	338.780
Toplam		2.469.283

Kaynak: İMKB Şirketler Yıllığı 1996,İMKB Yay. Cilt I, İstanbul -1996,s.250 ve 1995 Yılı Faaliyet Raporu.

Tablo-8: Akçimento A.Ş.'nin Devam Eden Yatırımları

Devam Eden Yatırımlar	Başlangıç- Bitiş Tarihi	Yatırım Tutarı(Milyon TL)
Klinker Üretim Tesisi	1993-1996	875.000
Çimento Değirmeni Filtresi	1993-1995	30.700
Klinker Öğütme Tesisi	1994-1997	1.247.000
Alçı Tras Stokholü	1994-1996	52.500
Çevresel Atık Tasfiye Tesisi	1994-1996	33.200
Çimento ve Depolama Tesisi	1995-1996	34.000
Enerji Tasarruf Sistemi	1995-1995	29.900
Hazır Beton Santrali	1995-1997	55.000
Stokholler Çatı Kaplama Sistemi	1995-1997	160.400
Modernizasyon Darb. Giderme Sis.	1995-1997	65.600

Toplam		2.583.300
---------------	--	------------------

Kaynak: İMKB Şirketler Yıllığı 1996, İMKB Yay. Cilt I, İstanbul -1996,s.34. ve 1995 Yılı Faaliyet Raporu.

5.2.1.2. Geçmiş Yıllardaki Nakit Akımları

İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi'nde gelecek yıllardaki nakit akımlarının tahmininde, şirketlerin cari yıl nakit akımları yanında geçmiş yıllardaki (en az 5 yıl) nakit akımlarının da analizde dikkate alınması, gelecekteki nakit akımlarının daha doğru tahmin edilmesinde ve sağlıklı sonuçların alınmasında önemli bir rol oynayacaktır. Birleşecek şirketlerin değerlemesinde, şirketlerin geçmiş yıllardaki nakit akımlarının hesaplanması, genel bir eğilim göstermesi açısından son derece önemlidir. Her ne kadar bu işlem şirketlerin nakit sağlama gücünü tam olarak anlamak için yeterli değilse de, şirketin içinde bulunduğu sektörün genel eğiliminin analize katılması, şirketlerin yatırım potansiyellerinin değerlendirilmesi gibi ek bir takım veriler ile desteklendiğinde daha doğru tahminlere ulaşmak mümkün olabilecektir[Çelik, 1999:98].

Bu bağlamda Çanakkale Çimento A.Ş. ve Akçimento A.Ş.'nin geçmiş son 5 yıla ait nakit akımları, bu şirketlerin birleşme görüşmelerine başlamadan önceki mali tablolarına dayanılarak hesaplanmış ve aşağıdaki Tablo-9 ve Tablo-11'de özet olarak verilmiştir.

Tablo-9: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Son Beş Yıldaki Nakit Akımları (Milyon TL)

	1994	1993	1992	1991	1990
Faaliyet Kârı	185.672	113.071	32.956	1.375	(14.180)
Vergi (%46) (-)	85.409,12	52.012,66	15.159,76	632,5	-6.522,8
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	100.262,9	61.058,34	17.796,24	742,5	-7.657,2
Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler	300.167	153.582	79.689	49.205	35.032
Faiz Giderleri	856.960	109.439	86.177	81.317	44.221
Temettü Ödemeleri	105.153	27.988	2.316	0	0
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı	1.362.543	352.067,3	185.978,2	131.264,5	71.595,8
Çalışma Sermayesindeki Artış(-)	776.353	157.249	54.970	43.624	28.109

Sbt. Srm. Harcamalarındaki Artış(-)	1.500.873	578.316	114.417	61.899	44.757
Net Nakit Akımları	(914.6839)	(383.498)	16.591	25.742	(1.270)

Kaynak: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin 1990-1995 Yılları Arası Faaliyet Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo-9'dan da görülebileceği gibi şirketin özellikle 1993 ve 1994 yıllarındaki nakit akımlarının negatif olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedenleri arasında şirketin devam eden ve yeni planlanan ve sabit yatırımlarındaki artışlarla beraber 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin neden olduğu sektördeki olumsuz gelişmelerdir. Özellikle ekonomik krizin olumsuz sonuçları 1994 yılındaki nakit akımlarında daha belirgin olarak görülmektedir. Ancak şirketin son yıllardaki üretim hacmine bakıldığında 1995 yılında üretimi bir önceki yıla göre arttığı görülmektedir. Aşağıdaki Tablo-10'da şirketin 1993-1995 yılları arasındaki üretim miktarları verilmiştir.

Tablo-10: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Son Üç Yıldaki Üretim Miktarı (Bin Ton)

Yıllar	Klinker	Çimento	Toplam
1993	1.761	2.018	3.779
1994	1.792	2.005	3.797
1995	1.950	2.942	4.892

Kaynak: İMKB Şirketler Yıllığı 1996, İMKB Yay. Cilt I, İstanbul -1996,s.249.

Aynı şekilde Akçimento A.Ş.'nin de birleşmeden önceki son beş yıllık nakit akımları bu dönemlere ait mali tabloları kullanılarak hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo-11: Akçimento A.Ş.'nin Son Beş Yıldaki Nakit Akımları (Milyon TL)

	1994	1993	1992	1991	1990
Faaliyet Kârı	473.101	291.859	179.892	50.080	46.067
Vergi (%46) (-)	217.625,5	134.255,1	82.750,32	23.036,8	21.190,82
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	255.475	157.604	97.141,7	27.043,2	24.876,2
Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler	240.637	186.680	132.611	48.153	43.903
Faiz Giderleri	135.330	101.468	52.718	11.246	9.392

Temettü Ödemeleri	104.318	44.662	26.715	18.185	2.229
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı	735.760	490.414	309.186	104.627	80.400,2
Çalışma Sermayesindeki Artış(-)	724.745	300.047	105.683	0	77.325
Sabit. Srm.Harcamalarındaki Artış(-)	346.229	184.613	202.242	162.278	30.570
Net Nakit Akımları	(335.214)	5.753,86	1.260,68	(57.651)	(27.495)

Kaynak: Akçimento A.Ş.'nin 1990-1995 Yılları Arası Faa. Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo-11'den de görülebileceği gibi Akçimento A.Ş.'nin birleşmeden önceki geçmiş son beş yıla ait nakit akımlarına bakıldığında belli bir eğilimin olmadığı görülecektir. Buna göre şirketin nakit akımları 1992 ve 1993 yıllarında pozitif iken, 1990,1991,1994 ve daha önce belirtildiği gibi cari yıl olan 1995 yılında negatif olmuştur.

Tablo-12: Akçimento A.Ş.'nin Son Üç Yıllık Üretim Miktarı (Bin Ton)

Yıllar	Klinker	Çimento	Hazır Beton	Toplam
1993	1.750	2.617	524	4.891
1994	1.820	2.415	405	4.640
1995	0	2.401	0	2.401

Kaynak: İMKB Şirketler Yıllığı 1996,İMKB Yay. Cilt I, İstanbul -1996,s.33.

Şirketin üretim miktarına bakıldığında ise özellikle çimento üretiminde 1994 ve 1995 yıllarında bir önceki yıla göre küçük azalmaların olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedeninin de, ekonomik kriz olduğu söylenebilir. Şirketin üretim miktarları yukarıdaki Tablo-12'de verilmiştir.

Birleşmenin gerçekleştiği yıla göre her iki şirketin geçmiş nakit akımlarına bakıldığında Çanakkale Çimento A.Ş.'nin 1993,1994 ve1995 yılarında; Akçimento A.Ş.'nin ise1994 ve 1995 yıllarında negatif nakit akımlarına sahip oldukları görülmektedir. Şirketlerin bu yıllarda sabit sermaye yatırımlarına gittikleri görülürken diğer taraftan da yaşanan ekonomik krizin nakit akımlarının negatif olmasında büyük etkisinin olduğu görülmektedir. Şirketlerin devam eden yatırımlar tablolarına bakıldığında (Tablo-7 ve Tablo-8) Çanakkale Çimento A.Ş.'nin

2.469.283 Milyon TL ve Akçimento A.Ş.'nin ise 2.583.300 milyon TL sabit sermaye yatırımlarının bulunduğu görülmektedir.

5.2.1.3. Şirketlerin Faaliyette Buldukları Sektörün Yapısı ve Analizi

Şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörün analiz edilmesi ve şirketlerin sektör içindeki durumunun belirlenmesi, şirketlerin gelecekteki performanslarının değerlendirilmesinde son derece önemli bir faktördür. Örneğin, dönemsel hareketlerden oldukça fazla etkilenen bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, birleşen şirketin geçmiş gelirlerinde düzenli bir artış gözleniyorsa gelecekte de böyle bir artışın devam edeceği yolunda tahminlerde bulunmak mümkündür. Ancak hemen ifade edilmelidir ki, böyle bir tahminde bulunurken geçmişteki şartların gelecekte de devam edip etmeyeceğinin göz önünde bulundurulması ve dikkat edilmesi gerekir.

Çanakkale Çimeno A.Ş. ve Akçimento A.Ş.'nin içinde yer aldıkları çimento sektörü, sermaye yoğun bir üretim yapısına sahiptir ve ağırlıklı olarak inşaat sektörüne hammadde sağlamaktadır. Çimento'nun her çeşit inşaat ve alt yapı yatırımlarında kullanılması, çimento sektörünün ekonomik kalkınma ile birlikte gelişen bir sektör olmasına neden olmaktadır. Ana kullanım alanı olan inşaat sektöründeki konjonktür çimento talebini ciddi şekilde etkilemekte, ancak klinker aşamasını geçirdikten sonra stoklanmasının güç olması, mevsimlik dalgalanmalara neden olmaktadır[Gedik Yatırım, 2000:4].

Çimento sektörü, makro ekonomik dalgalanmalar ve istikrarsızlıktan ilk olarak etkilenen sektörlerden birisidir. Sektörlerin talep esnekliği yüksek olduğundan ikame mallarındaki fiyat hareketlerinden de oldukça etkilenmekte ve inşaat sektörüne paralel bir seyir izlemektedir[a.g.e.,s.4].

Türk çimento sektörü ülkemiz sanayileşmesinin en başarılı örneklerinden birisini oluşturmaktadır. 1911 yılında 20.000 ton/yıl kapasiteli bir fırınla üretime başlamış

ve geçen 90 yıl içinde Avrupa'da ve Dünya'da önemli büyük üretici konumuna gelmiştir[T..M.B., 2001:1].

Özellikle 1950'den sonra özel sektörün imento sanayii'ne daha yoğunluklu olarak girmesi ve Türkiye imento Sanayii T.A.ř.'nin kurulması ile Türk imento Sektörü hızlı bir gelişme göstermiş, üretim artmış, buna rağmen ithalat devam etmiş, ancak; 1960'da Türkiye bir miktar imento ihraç edebilir duruma gelmişse de 1963-1970 yılları arasında tekrar ithalata devam etmek mecburiyetinde kalmıştır. Türkiye'nin gerçek anlamda bir ihracatçı olması 1970 yılından sonradır. 1978-1983 yılları arasında bütün dünyada ve bu meyanda Türkiye'de ortaya çıkan inşaat sektöründeki kriz, Türkiye'de büyük ölçüde kapasite fazlası ortaya çıkarmış ve Türkiye bu yıllarda önemli miktarlarda ihracat yapar duruma gelmiştir[D.P.T.,2000:13].

1984 yılında başlayan ve 1989 yılındaki duraklama dışında, bugüne kadar devam eden iç talep artışı Türkiye'nin ihracattaki etkinliğini 1988 yılına kadar kademeli olarak azaltmış, diğer taraftan 1986 yılından itibaren bazı bölgelerde üretim kapasitelerini zorlayarak 1987 ve 1988 yıllarında bu bölgelere önemli miktarlarda imento ve klinker ithalatı yapması mecburiyetini doğurmuştur. Sektör bu duruma süratle adapte olarak gerek mevcut kapasiteyi en rasyonel şekilde kullanmak ve gerekse tevsi, darboğaz giderme ve yenileme yatırımları ile kapasiteyi artırarak iç talepteki yükselmeyi karşıladığı gibi dış pazarlarda da eski etkinliğini fazlası ile yeniden tesis etmiştir[a.g.e., s.13].

1995 yılı itibariyle, Avrupa imento üreticileri arasında İtalya ve Almanya'nın ardından nc ve dünya imento üreticileri arasında 10. lke durumunda olan Türkiye[Gedik Yatırım,2000:4], 1998 yılında 37.5 milyon ton üretim gerçekleştirerek, Avrupa imento üretici ülkeleri arasında 1., dünya ülkeleri arasında da 7. sıraya yükselmiştir

Türkiye imento sektöründe, son yıllarda zelleştirme girişimlerinin artmasıyla önemli değişiklikler olmuştur. Özelleştirme ile birlikte yabancı sermayenin yanı sıra yeni yerli sermayedarlar Türk imento sektöründe pay sahibi olmuşlardır. Bugün

mülkiyet yapısı açısından Türk çimento sektörü özelleştirme çalışmalarının tamamlanması ile tamamen özel sektör statüsüne geçmiştir. Özelleştirilen fabrikaların bir kısmı yabancı sermaye tarafından satın alınmıştır. Bu açıdan bakıldığında, halen Fransız, İtalyan ve Belçika sermayesi Türk çimento sektöründe önemli bir yer teşkil etmektedir[T.Ç.M.B.,2001:1].

Tablo- 13: 1995-2000 Yılları Arası Çimento Üretim Miktarı (Bin Ton)

	Yıllar						Yıllık Artışlar (%)				
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Çimento Üretimi	33.150	35.235	36.035	37.488	34.817	35.854	6.0	2.3	4.0	-7.2	3.0

Kaynak: DPT; Taş ve Toprağa Dayalı Sanayiler Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara-2000,s.46 ve TÇMB; 2000’de Türk Çimento Sektörü, Ankara-2001,s.2.

Tablodan da görülebileceği gibi Türkiye’de çimento üretimi yıllar itibariyle yavaş da olsa bir artış eğilimi göstermektedir. Buda yıllık ortalama 35 milyon ton olarak gerçekleşmektedir. Sadece 1999 yılında çimento üretimi bir önceki yıla göre %7.2 oranında azalmıştır. Bunun en önemli nedeni ise 1998 yılında yaşanan küresel krizin etkisiyle tüketimde yaşanan azalma ve fiyat düşüşleridir. Bu krizin yaşandığı süreç içerisinde oluşan iki ağır deprem felaketi de sektörde büyük bir durgunluk meydana getirmiştir.

Tablo-14: Çimento Sektörü Yurt İçi Talep Projeksiyonu

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Miktar Olarak (Bin Ton)	32.400	33.048	33.709	34.383	35.071	35.772
Değer Olarak(Milyar TL)	476.150	485.673	514.596	495.387	515.403	525.705

Kaynak:DPT; Taş ve Toprağa Dayalı Sanayiler Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara-2000,s.68.

Gerek dünya genelinde yaşanan krizin ve gerekse ülkemizde yaşanan depremlerin de etkisiyle 1999 yılında üretim ve satışlarda düşme trendi yaşayan sektörün 1998 yılındaki üretim seviyesine 2000 yılında tekrar bir artış eğilimine girerek 1998’deki düzeyine yaklaştığı görülmektedir. Yapılan üretim ve talep projeksiyonları

çerçevesinde 2000-2005 yılları arasında her yıl için artış beklenmektedir. Üretim ve tüketim projeksiyonlarından da anlaşılacağı gibi çimento sektöründe ülke bazında yeterlilik bulunmaktadır[D.P.T., 2000:67].

Tablo-15: Çimento Sektörü Üretim Projeksiyonu

Yıllar	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Miktar Olarak (Bin Ton)	36.537	37.300	38.000	38.760	39.535	40.326
Değer Olarak(Milyar TL)	533.294	544.431	554.448	565.741	577.053	588.598

Kaynak: DPT; Taş ve Toprağa Dayalı Sanayiler Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara-2000,s.68.

Türkiye’de çimento sektörü kapasitesinin her geçen yıl bir önceki yıla oranla artış yönünde hareket etmesine karşılık, sektörün kapasite fazlası bulunmaktadır. Yurtiçi pazarda talep azalırken, sektöre verilen teşviklerin de etkisiyle artan yatırımlar sonucu oluşan üretim fazlaları, ihracat yoluyla giderilmeye çalışılmaktadır[Yalçınkaya ve Yavru,2001:49].

2000 yılı itibariyle ülkemizin toplam çimento işleme kapasitesi 64 milyon ton, klinker üretim kapasitesi ise 35 milyon ton seviyelerindedir. Çimento sektörü kapasite durumuna bölgesel bazda bakıldığında; çimento sektöründe en fazla üretim kapasitesi 19.3 milyon ton ile Akçansa A.Ş.’nin de içinde bulunduğu Marmara Bölgesi’dir. Marmara Bölgesi’ni Akdeniz ve İç Anadolu Bölgeleri izlemektedir. Marmara Bölgesi ülkemizin toplam üretim kapasitesinin %30’una sahip bulunmaktadır[a.g.e.,s.49].

5.2.1.4. Gelecek Yıllardaki Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Şirketlerin nakit akımları gerek iç faktörler gerekse dış faktörlerden büyük ölçüde etkilenirler. Genellikle geçmişte başarı trendi yüksek işletmelerin gelecekte de bu

başarılarını devam ettirecekleri görüşü yaygın olarak kabul edilmektedir. Ancak değişik faktörler nedeniyle bunun her zaman mümkün olmadığı da bir gerçektir.

Gelecekteki nakit akımlarının tahmini için, şirketlerin geçmişteki nakit akımlarının, faaliyette buldukları sektörün analiz edilmesi ile geleceğe yönelik nakit akımlarının tahmin edilmesi gerekir. Bu tahmin yapılırken şirketlerin kendilerine özgü iç ve dış pazarlara açılabilme güçlükleri ile yatırım imkanları da analize dahil edilmelidir. Bu nedenle, şirket değerlemesinin en karmaşık aşamalarından birisi olan tahmin sürecinde bir çok faktör şirketlerin gelecekteki nakit akımlarını etkileyebilmektedir.

5.2.1.4.1. Çanakkale Çimento A.Ş.’nin Gelecek Yıllardaki Nakit Akımları

1994 yılında ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerden çimento sektörü de büyük ölçüde etkilenmiştir. Bu bağlamda iç tüketimin %10.32 oranında gerilemesi sonucunda 1993 yılında 31.4 milyon ton olan Türkiye Toplam Çimento Üretimi 1994 yılında 29.5 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılının ilk yarısında da devam eden ekonomik durgunluk ikinci yarıda yerini canlanmaya bırakmış, özellikle inşaat sektöründeki canlanma çimento üretiminin bir önceki yıla göre %12.3 oranında artarak 33.1 milyon ton / yıl’ın üzerinde gerçekleşmesinde etkili olmuştur[İ.M.K.B.,1996:249].

1995 yılındaki bu gelişmelerden Çanakkale Çimento A.Ş. de etkilenmiş ve şirket 1995 yılında yurt içi satışlarını bir önceki yıla göre %29.5 oranında arttırmış ve 1.476.000 ton/yıl’a çıkarmıştır. Şirketin yurt dışı satışlarındaki artış ise %9.1 olarak gerçekleşmiş ve yurt dışı satışları 1.464.000 ton/yıl’a yükselmiştir [a.g.e.,s.250]. Şirketin 1993-1995 yılları itibariyle gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıdaki Tablo-16’da gösterilmiştir.

Tablo-16: Çanakkale Çimento A.Ş.’nin İthalat ve İhracatı (Milyon TL)

Yıllar	İthalat	İhracat	İhracatın Satışlar İçindeki Payı (%)
--------	---------	---------	--------------------------------------

1993	157.900	514.200	57
1994	760.200	1.686.300	58
1995	1.329.000	3.585.000	58

Kaynak: İMKB Şirketler Yılığ 1996,s.250.

Şirket 1995 yılı içerisinde mevcut çimento değirmenlerinin modernizasyonuna ilişkin yatırımını ve 4. Değirmen yatırımının montajını da tamamlamıştır. Böylece çimento öğütme kapasitesi 3.5 milyon ton / yıl'a yükselmiştir[a.g.e.,s.250]. Böylece krizin etkilerinin de azalmasıyla şirketin gelecek dönemlerde üretim ve satışlarını daha fazla arttırabileceği beklenilmektedir.

Tablo-17: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Büyüme ve Diğer Bazı Oranları (%)

Büyüme Oranları (%)	1991	1992	1993	1994	1995	Ortalama*
Satışların Büyüme Hızı	88,15	92,38	67,57	178.67,	82,48	82.64
Net Kâr Büyüme Hızı	7.117,78	1.107,02	169,15	11,34	-74,07	2.079,97
Aktif Büyüme Hızı	57,76	59,33	111,83	164,81	91,19	80.02
Öz Sermaye Büyüme Hızı	161,97	82,45	77,52	99,46	109,00	107.735
Aktif Kârlılık Oranı	0.65	4.90	6.22	2.62	0.35	3.03
Öz Sermaye Kârlılık Oranı	1.14	7.55	11.44	6.39	0.79	5.23
Kâr Dağıtım Oranı	72.00	72.00	98.00	75.32	145.52	96.88
Nakit Akış Oranı	24.58	44.44	35.63	17.58	16.47	30.28

* Ortalamaların hesaplanmasında 1994 yılı dikkate alınmamıştır.

Kaynak: İMKB; Şirketler Yılığ 1996,s.1282-1286.

Şirketin son beş yıllık değişik büyüme oranları ise Tablo-17'de verilmiştir. Buna göre, satışlar ortalama %82,64 oranında büyürken, Net Kârlar % 2.079,97, Aktifler %80,02 ve Öz Sermaye ise %107,735 oranında artış göstermiştir. Bu veriler göz önüne alındığında şirketin gelecekte de bu büyüme hızını devam ettirebileceğini söylemek mümkündür. Çünkü, gerek sektördeki üretim miktarının, gerekse sonraki yıllardaki talep ve üretim projeksiyonlarının artış yönünde olduğu ve dolayısıyla sektörün büyüme eğiliminin devam ettiği görülmektedir.

Çalışmada şirketlerin gelecek dönemlerdeki faaliyet ömürleri iki döneme ayrılmıştır. Gelecek ilk beş yılda şirketlerin nakit akımlarının daha hızlı, sonraki yıllarda ise sabit bir oranda büyüyeceği varsayılmıştır.

Çanakkale Çimento A.Ş.'nin önce gelecek beş yıl için büyüme oranı tespit edilmiş ve gelecek yıllarda da aynı büyüme hızlarını devam ettirebileceği ifade edilmişti. Buna göre şirketin son beş yıldaki satışlarının büyüme hızının ortalamasını gelecekte de devam ettireceği varsayılabilir. Bu da %82.64 (%83) olarak gerçekleşmiştir.

Ayrıca şirketin işletme sermayesindeki ve sabit sermaye yatırımlarındaki gelecekteki artış oranının da %60 olacağı varsayılmaktadır. Bu varsayımın altındaki temel neden ise, şirketin devam eden yatırımlarının önemli bir kısmının 1996-1997 yılları içerisinde bitirileceği yönündeki planlarıdır. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin altıncı yıldan itibaren ise nakit akımlarını %50 oranında sabit bir hızla arttıracığı varsayımı altında şirketin değeri hesaplanmıştır.

Tablo-18: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Gelecekteki Nakit Akımları (Milyon TL)

	Vergi Sonrası Faaliyet Kârı %83	Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı %83	Çalışma Sermayesindeki Artış(-)%60	Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Artış(-)%60	Net Nakit Akımı
Cari Yıldaki	3.223	2.015.942	775.551	2.003.215	-762.824
1. Yıl	5.898	3.689.174	1.240.882	3.205.144	-765.852
2. Yıl	10.793	6.751.188	1.985.411	5.128.230	-362.453
3. Yıl	19.752	12.354.674	3.176.658	8.205.168	972.848
4. Yıl	36.146	22.609.053	5.082.653	13.128.269	4.398.131
5. Yıl	66.147	41.374.567	8.132.245	21.005.230	12.237.092
6. Yıl*	99.121	62.061.851	12.198.368	31.507.845	18.355.638

*Altıncı yıl rakamları %50 oranında arttırılmıştır.

Tablo-18'den de görüleceği gibi Çanakkale Çimento A.Ş.'nin nakit akışları üçüncü yılda pozitif geçmekte ve daha sonraki yıllarda sürekli bir artış trendi göstermektedir.

5.2.1.4.2. Akçimento A.Ş.'nin Gelecek Yıllardaki Nakit Akımları

Akçimento A.Ş. de Çanakkale Çimento A.Ş. ile aynı sektörde faaliyet göstermektedir. Bunun için daha önce Çanakkale Çimento A.Ş. için yapılmış olan tahmin ve varsayımlar Akçimento A.Ş. için de geçerli olacaktır.

Aşağıdaki Tablo-19'a bakıldığında, Akçimento A.Ş. ile Çanakkale Çimento A.Ş.'nin (Tablo-16) ithalat ve ihracat rakamları karşılaştırıldığında Akçimento A.Ş.'nin daha çok yurtiçi piyasaya dönük üretim yaptığı söylenebilir. Bu da şirketin 1994 yılındaki krizden daha çok etkilenmesine neden olmuştur.

Tablo-19: Akçimento A.Ş.'nin İthalat ve İhracatı (Milyon TL)

Yıllar	İthalat	İhracat	İhracatın Satışlar İçindeki Payı (%)
1993	154.233	30.602	1,63
1994	288.475	361.172	10,21
1995	699.196	312.037	5,65

Kaynak: İMKB Şirketler Yılı 1996,s.35.

Şirketin son beş yıllık değişik büyüme oranları ise aşağıdaki Tablo-20'de verilmiştir. Buna göre, şirketin satışları ortalama %75,225 oranında büyürken, Net Kârlar %33,43 , Aktifler %75,41 ve Öz Sermaye ise %73,71 oranında artış göstermiştir. Bu veriler göz önüne alındığında şirketin gelecekte de, aynı şekilde büyüme hızlarının devam edeceği tahmin edilmektedir.

Akçimento A.Ş.'nin gelecekteki faaliyet ömrü, Çanakkale Çimento A.Ş.'de olduğu gibi iki döneme ayrılmıştır. Gelecek ilk beş yılda şirketin nakit akımlarının daha hızlı, sonraki yıllarda ise sabit bir oranda büyüyeceği varsayılmıştır.

Tablo-20: Akçimento A.Ş.'nin Büyüme ve Diğer Bazı Oranları (%)

Büyüme Oranları (%)	1991	1992	1993	1994	1995	Ortalama*
Satışların Büyüme Hızı	49,83	103,56	91,38	87,78	56,13	75,225
Net Kâr Büyüme Hızı	39,58	79,32	49,75	237,63	-34,90	33,43
Aktif Büyüme Hızı	52,56	65,13	71,03	117,91	112,95	75,41
Öz Sermaye Büyüme Hızı	40,29	55,43	60,42	130,50	138,72	73,71

Aktif Kârlılık Oranı	13.12	14.25	12.48	19.33	5.91	11.44
Öz Sermaye Kârlılık Oranı	20.14	23.24	21.69	31.78	8.67	18.435
Kâr Dağıtım Oranı	52.00	48.00	48.00	50.71	78.48	56.62
Nakit Akış Oranı	78.32	101.69	89.62	89.69	67.69	84.33

* Ortalamaların hesaplanmasında 1994 yılı dikkate alınmamıştır.

Kaynak: İMKB; Şirketler Yıllığı 1996,s.1282-1286.

Şirketin son beş yıldaki satışlarının büyüme hızının ortalamasını gelecekte de devam ettireceği varsayıldığında satışlardaki büyüme hızı %75,225 (%75) olarak tespit edilmiştir. Ayrıca şirketin işletme sermayesindeki ve sabit sermaye yatırımlarındaki gelecekteki artış oranının da yine %60 olacağı varsayılmaktadır. Bu varsayım da şirketin devam eden yatırımları ve bunların önemli bir kısmının 1995-1997 yılları içerisinde bitirileceği yönündeki planlarıdır. Altıncı yıldan itibaren ise nakit akımlarını %50 oranında sabit bir hızla arttıracığı varsayılarak değeri hesaplanmıştır.

Tablo-21: Akçimento A.Ş.'nin Gelecekteki Nakit Akımları (Milyon TL)

	Vergi Sonrası Faaliyet Kârı %75	Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı %75	Çalışma Sermayesindeki Artış(-)%60	Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Artış(-)%60	Net Nakit Akımı
Cari Yıldaki	248.336	1.191.112	744.388	563.284	-116.560
1. Yıl	434.588	2.084.446	1.191.021	901.254	-7.829
2. Yıl	760.529	3.647.781	1.905.634	1.442.007	300.140
3. Yıl	1.330.926	6.383.616	3.049.014	2.307.211	1.027.391
4. Yıl	2.329.120	11.171.328	4.878.422	3.691.538	2.601.368
5. Yıl	4.075.960	19.549.824	7.805.475	5.906.461	5.837.888
6. Yıl*	6.113.940	29.324.736	11.708.213	8.859.692	8.756.831

*Altıncı yıl rakamları %50 oranında arttırılmıştır.

Tablodan da görüleceği gibi Akçimento A.Ş.'nin nakit akışları ikinci yılda pozitifte geçmekte ve daha sonraki yıllarda sürekli bir artış trendi göstermektedir.

5.2.2. İskonto Oranının Belirlenmesi

İçinde bulunulan şartlara göre bir firmanın ortalama sermaye maliyeti yüksek veya düşük olabilir. Bir işletmenin sermaye maliyetini belirleyen faktörler; genel ekonomik şartlar, şirketin hisselerinin pazarlanabilme oranı, firmanın işletme ve finansman şartları, yeni yatırımlar için gereken finansman ihtiyacının miktarıdır [Yükçü vd., 1999:903].

İşletme faaliyetleri, uygulamada birden çok kaynaktan finanse edilmektedir. Bu bakımdan çeşitli kaynaklardan sağlanan fonların maliyetinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ortalama maliyetin hesaplanabilmesi için işletmenin sermaye yapısını oluşturan çeşitli kaynakların oranlarının bilinmesine ihtiyaç vardır. Onlar belirlendikten sonra farklı özellikteki her kaynağın maliyetlerinin ortalaması hesaplanır.

Diğer taraftan AOSM'nin hesaplanmasında hangi kaynakların alınacağı da tartışmalıdır. Bazı yazarlar şirket finansmanında kullanılan tüm kaynakların alınmasını vurgularken, karşı görüşü savunanlar ise yatırımların finansmanında kullanılan kaynakların özel önemi olduğu, bu nedenle faizsiz ve kısa vadeli olarak kullanılan kaynakların hesaplamaya dahil edilmemesi gerektiğini belirtmektedirler [Berk,2000: 286].

Şirketlerin değerlendirilmesinde net nakit akımları genellikle AOSM ile iskonto edilmektedir[Sarıkamış,1999b:15]. AOSM'nin hesaplanmasında önemli olan husus ise şirketlerin sermaye bileşenlerinin belirlenmesidir. Bir şirketin bilançosunun pasifindeki kalemler o şirketin sermaye bileşenlerini oluşturmaktadır. Toplam aktiflerdeki herhangi bir artışın, bir veya daha fazla sermaye bileşenindeki bir artışla finanse edilmesi gerekebilir. Sermaye, üretimin zorunlu bir girdisidir ve her girdi gibi onunda şirket için bir maliyeti bulunmaktadır. Her bileşenin maliyeti o sermaye türünün bileşen maliyeti olarak adlandırılır. İşte bu bileşen maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması şirketin AOSM'ni vermektedir[Brigham,1996:168].

Şirket değerinin tespitinde en önemli unsurlardan birisi yukarıda da ifade edildiği gibi AOSM'dir. Çünkü, şirketin tahmin edilen serbest nakit akımları hem borç

verenlere hem de öz kaynak sahiplerine kalan tutarı ifade ettiği için, AOSM borçların ve öz kaynakların piyasa değerlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır. Eğer bir şirketin faiz yükü taşıyan finansal bir borcu yoksa, diğer bir ifadeyle tamamen öz kaynakla finanse edilmişse, öz kaynakların maliyeti aynı zamanda AOSM olmaktadır [Üreten ve Ercan,2000:61].

Ancak AOSM'nin şirket birleşmelerinde iskonto oranı olarak kullanılmasında bir takım güçlükler bulunmaktadır[Çelik,1999:110]. İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde AOSM'nin değişmediği varsayımı yapılmaktadır. Oysa nakit akımlarının tahmini süresi boyunca AOSM sabit değildir. Şirketlerin faaliyetleri süresince AOSM de değişmektedir. Çünkü şirketlerin sermaye bileşenleri ve beraberinde bu bileşenlerin maliyetleri de değişmektedir. Diğer bir önemli sorun da, şirketlerin gelecekteki sermaye bileşenlerinin tahmin edilmesinin son derece güç olmasıdır.

Belirtilen bu nedenlerden dolayı ilgili şirketlerin sermaye maliyetlerinin hesaplanmasında bir takım basitleştirici varsayımlar yapılmıştır. Bu bağlamda öncelikle, şirketlerin sermaye maliyetlerinin gelecekte de değişmeyeceği varsayılmıştır. Bunun yanında, AOSM'nin hesaplanmasında borcun maliyeti ve öz sermayenin alternatif maliyeti AOSM'nin hesaplanmasında da kullanılmıştır.

AOSM, aşağıdaki eşitlikte olduğu gibi, bir şirketin finansmanında kullanılan farklı kaynakların ortalama maliyetlerinin ağırlıklarına göre hesaplanmaktadır. AOSM'ni hesaplamanın üç adımı bulunmaktadır[Brealey vd.,1997:295].

1.Adım: Her menkul kıymetin değeri firma değerinin yüzdesi olarak belirlenir.

2.Adım: Her menkul kıymet için istenen getiri oranı tespit edilir.

3.Adım: İstenen bu getirilerin ağırlıklı ortalaması hesaplanır.

Buna göre AOSM aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$\text{AOSM} = [B/D \times (1-V_k) \times r_{\text{borçlar}}] + [\text{ÖK} / D \times r_{\text{öz kaynaklar}}]$$

Burada B/D Toplam değer içindeki borç yüzdesini; $(1-V_k) \times r_{\text{borçlar}}$ vergiden sonraki borç maliyetini; $r_{\text{borçlar}}$ borcun maliyetini; V_k ise vergi oranını temsil etmektedir. $\text{ÖK} / D$, toplam değer içindeki öz kaynakların yüzdesini; $r_{\text{öz kaynaklar}}$ ise öz kaynakların maliyetini ifade etmektedir.

Burada önemli olan öz sermaye maliyetinin belirlenmesidir. Öz sermaye maliyeti ise şu eşitlik yardımıyla tespit edilebilir[Çelik,1999:111];

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti}(r_{\text{öz kaynaklar}}) = (D_1 / P_0) + g$$

Burada; D_1 , beklenen kâr payı getirisini; P_0 , şirketin hisse senedi fiyatını ve g , büyüme oranını ifade etmektedir.

Formülde kâr payı getirisini belirlemek kolay iken, uygun büyüme oranını tespit etmek kâr payı getirisini tespit etmek kadar kolay değildir. Eğer şirketin kâr ve kâr payı büyüme oranları oldukça istikrarlı ise ve yatırımcılar geçmiş eğilimlerin devam edeceğini tahmin ediyorsa, o zaman büyüme oranı, şirketin geçmiş büyüme oranına dayandırılabilir. Ancak gerek şirketin kendine özgü durumu nedeniyle olsun, gerekse genel ekonomik nedenlerle olsun şirketin geçmiş dönemlerdeki büyümesinin devam etmeyeceği beklentisi var ise, geçmiş değerlerin geleceğe yansıtılması yanlış sonuçlara ulaşılmasına neden olabilecektir [Brigham,1996:174].

Menkul kıymet analistleri tahmin edilen satışlara, kâr marjlarına ve rekabetçi faktörler gibi bazı faktörlere bakarak düzenli bir biçimde kâr payı büyüme tahminleri yapmaktadırlar. Sermaye Maliyeti tahmini yapan birisi, menkul kıymet analistlerinin bulmuş oldukları oranların ortalamasını alabilir ve bu ortalamayı genel olarak yatırımcıların büyüme beklentilerinin bir ölçüsü olarak kullanabilir [a.g.e.,s.174]. Çalışmada, şirketlerin öz sermaye maliyetleri hesaplanırken büyüme

oranı olarak şirketlerin son beş yıldaki öz sermayedeki büyüme hızlarının ortalaması alınmıştır.

5.2.2.1. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin AOSM.'nin Belirlenmesi

1. Adım: Her menkul kıymetin değerinin firma değerinin yüzdesi olarak belirlenmesi: AOSM'nin tahmin edilebilmesi için ilk yapılacak iş kaynak yapısının tahmin edilmesidir. Bunun için Çanakkale Çimento A.Ş.'nin birleşmeden önceki son yayınlanmış bilançosundaki sermaye bileşenlerinin bulunması gerekir. Buna göre Tablo-22'de Çanakkale Çimento A.Ş.'nin sermaye bileşenleri ve toplam değeri içindeki yüzdesi verilmiştir.

Tablo-22: Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Sermaye Bileşimi

Sermaye Bileşimi	Tutar (Milyon TL)	Toplam Değer İçindeki Payı (%)
Yabancı Kaynaklar	4.737.976	55
Öz Kaynaklar	3.844.558	45
Toplam Pasifler	8.582.534	100

Tablo-22'den de görülebileceği gibi şirketin toplam kaynaklarının %55'i yabancı kaynaklardan, %45'i ise öz kaynaklardan oluşmaktadır.

2. Adım: Her menkul kıymet için istenen getiri oranının tespit edilmesi: Bu aşamada her bir sermaye bileşeni için getiri oranının veya diğer bir ifadeyle her bir sermaye bileşeninin şirkete maliyetinin tespit edilmesi gerekmektedir. Burada borçların maliyetinin oranını tespit etmek oldukça kolaydır. Bu genelde risksiz faiz oranı olarak kabul edilen devlet tahvili ve hazine bonusu faiz oranlarına eşdeğer olmaktadır. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin vergi sonrası borç maliyeti hesaplanırken faiz oranı %75 olarak alınmıştır[T.C.M.B.,1997:57].

Şirketin vergi sonrası borç maliyeti= $(1-V_k) \times r_{\text{borçlar}}$ olarak formüle edilmiştir. Buna göre borç maliyeti yaklaşık %41 olarak bulunur.

$$VSBM = (1 - 0.46) \times 0.75 = 0.405$$

$\cong \%41$

Yukarıda da ifade edildiği gibi AOSM'nin hesaplanmasında esas önemli ve karmaşık olan husus öz sermaye maliyetinin hesaplanmasıdır. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Öz sermaye maliyeti şu şekilde hesaplanabilir.

Öz Sermaye Maliyeti($r_{\text{öz kaynaklar}}$) = $(D_1 / P_0) + g$

Burada D_0 şirketin cari yıldaki kâr payı getirisini ve D_1 de beklenen kâr payı getirisini gösterirse $D_1 = D_0(1+g)$ olarak da ifade edilebilir. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin 1995 yılı kâr payı getirisi %74 olarak açıklanmıştır(İMKB,1996:253).

Büyüme oranı (g) ise şirketin son beş yıllık öz sermaye büyüme hızlarının ortalaması olarak alınacaktır. Bu oran Tablo-17'de %107,735 olarak bulunmuştur. Buna göre;

$D_1 = 0.75(1+1.07735) = 1.5580$ olarak hesaplanır.

Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Akçimento A.Ş. ile birleşmeden önceki hisse senedinin, 31.07.1996 tarihindeki fiyatı 9.200 TL'dir[İ.M.K.B.,1997:128].

Buna göre Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Öz sermaye maliyeti şu şekilde bulunur:

$(D_1 / P_0) + g = (1.5580 / 9.200) + 1.07735$

$= 1.07751 \cong \%108$

3. Adım: İstenen getirilerin ağırlıklı ortalamasının hesaplanması: Burada 1. ve 2. adımda yapılan hesaplamalar AOSM denkleminde yerine konulursa Çanakkale Çimento A.Ş.'nin AOSM aşağıdaki gibi hesap edilebilir.

$$AOSM_{\text{Çimento}} = [B/D \times (1-V_k) \times r_{\text{borçlar}}] + [\text{ÖK} / D \times r_{\text{öz kaynaklar}}]$$

$$AOSM_{\text{Çimento}} = (0.55 \times 0.41) + (0.45 \times 1.07735)$$

$$= 0.7103$$

5.2.2.2. Akçimento A.Ş.'nin AOSM'nin Belirlenmesi

Aynı yöntemle Akçimento A.Ş.'nin AOSM de hesaplanabilir.

1. Adım: Her menkul kıymetin değerinin firma değerinin yüzdesi olarak belirlenmesi: Bunun için Akçimento A.Ş.'nin birleşmeden önceki son yayınlanmış bilançosundaki sermaye bileşenlerinin bulunması gerekir. Tablo-23'de Akçimento A.Ş.'nin sermaye bileşenleri ve toplam değeri içindeki yüzdesi verilmiştir.

Tablo-23: Akçimento A.Ş.'nin Sermaye Bileşimi

Sermaye Bileşimi	Tutar (Milyon TL)	Toplam Değer İçindeki Payı (%)
Yabancı Kaynaklar	1.550.401	32
Öz Kaynaklar	3.323.574	68
Toplam Pasifler	4.873.975	100

Şirketin birleşmeden önceki toplam kaynaklarının %32'si yabancı kaynaklardan, %68'i ise öz kaynaklardan oluşmaktadır.

2. Adım: Her menkul kıymet için istenen getiri oranının tespit edilmesi: Burada yine Çanakkale Çimento için yapılan varsayımlar kullanılarak Akçimento A.Ş.'nin borç ve öz sermaye maliyetleri tespit edilebilir.

$$VSBM = (1-V_k) \times r_{\text{borçlar}}$$

$$VSBM = (1 - 0.46) \times 0.75$$

$$= 0.405 \cong \%41$$

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti}(r_{\text{özkaynaklar}}) = (D_1 / P_0) + g$$

Büyüme oranı (g), şirketin son beş yıllık öz sermaye büyüme hızlarının ortalaması alınarak: Tablo-20'de görüleceği gibi, %73,71 olarak bulunmuştur. Akçimento A.Ş.'nin 1995 yılı kâr payı getirisi %384 olarak açıklanmıştır[İ.M.K.B.,1996:3]. Şirketin 1996 yılı kâr payı tutarı yaklaşık %711 dir. Aynı şekilde şirketin 31.07.1996 tarihindeki hisse senedi fiyatı (P₀) 6.100 TL. dir[İ.M.K.B.,1997:40] Buna göre Öz Sermaye Maliyeti %74 olarak bulunur.

$$D_1 = 3.84(1 + 0.7371) = 6,6704 \text{ olarak hesaplanacaktır.}$$

$$\text{Öz sermaye maliyeti} = (D_1 / P_0) + g$$

$$= (6,6704 / 6.100) + 0.7371$$

$$\cong 0.7381$$

3.Adım: İstenen bu getirilerin ağırlıklı ortalamasının hesaplanması: Ayrı ayrı hesaplanmış olan veriler yine AOSM denkleminde yerine konularak Akçimento A.Ş.nin AOSM %63 olarak hesaplanır.

$$AOSM_{\text{Akçimento}} = [B/D \times (1 - V_k) \times r_{\text{borçlar}}] + [\text{ÖK} / D \times r_{\text{özkaynaklar}}]$$

$$AOSM_{\text{Akçimento}} = (0.32 \times 0.41) + (0.68 \times 0.7371)$$

$$= 0.6324 \text{ olarak hesaplanır.}$$

5.2.3. Birleşme Öncesi Şirketlerin Değerinin Belirlenmesi

Birleşme ne şekilde olursa olsun, birleşme görüşmelerine başlayabilmek için önce, söz konusu şirketlerin bugünkü değerlerinin belirlenmesi gerekir. Çünkü, bu değerler birleşmede konu edilecek nakit veya hisse senedi şeklindeki ödemenin temelini oluşturacaktır.

Şirketlerin ömrü iki bölüme ayrıldığı için şirketlerin değerleri belirlenirken öncelikle şirketlerin altıncı yıldan başlayıp sonsuza kadar süreceği öngörülen bölümün bugünkü değerinin hesaplanması gerekir. Daha sonra tahmini yapılan büyüme varsayımları ışığı altında belirlenen beşinci yıla kadar olan nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması gerekir. Bu iki bölümün nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamı şirketlerin toplam değerlerini verecektir[Çelik,1999:113]. Bu durum formül yardımıyla aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$D = \sum \left(\frac{NA_t}{(1+k)^n} + \frac{NA_{n+1}/(k-g)}{(1+k)^n} \right)$$

Formülde;

D = şirketin değerini,

n = büyümenin beklendiği zamanı,

NA = şirketin nakit akımını,

k = iskonto oranını,

g = şirketin büyüme hızını, temsil etmektedir.

5.2.3.1. Çanakkale Çimento A.Ş.'nin Değerinin Belirlenmesi

Yukarıdaki formül aracılığıyla Çanakkale Çimento A.Ş.'nin değerini hesaplamak mümkündür. Bunun için önce, şirketin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunmalıdır. Çanakkale Çimento A.Ş. nin nakit akımlarının bugünkü

değeri Tablo-24’de verilmiştir. Buna göre şirketin gelecekteki beş yıllık nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 1.007.103 Milyon TL dir.

Tablo-24: Çanakkale Çimento A.Ş.’nin Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (Milyon TL)

Yıllar	Nakit Akımları	İskonto Faktörü(%71)	Bugünkü Değer
1	-765.852	0.588	-450.321
2	-362.453	0.346	-125.409
3	972.848	0.204	198.461
4	4.398.131	0.120	527.776
5	12.237.092	0.070	856.596
TOPLAM			1.007.103

Şirketin beşinci yıldan sonraki nakit akımlarının ise(g) %50 sabit bir oranda artacağı varsayılmaktadır.

$$[NA_{n+1} / (k-g)] / (1 + k)^n$$

Formülde; $NA_{n+1} = 18.355.638$ milyon TL(Tablo-18’den), $k = \%71$ ve $g = \%50$ olduğuna göre nakit akımlarının bugünkü değeri 5.973.089 milyon TL olarak hesaplanır.

$$\begin{aligned} [NA_{n+1} / (k-g)] / (1 + k)^5 &= [18.355.638 : (0,71 - 0,50)] / (1+0,71)^5 \\ &= 87.407.800 / 14,6336 \\ &= 5.973.089 \text{ milyon TL} \end{aligned}$$

Çanakkale Çimento A.Ş.’nin toplam değeri ise, bu iki gelecekteki değerlerin bugünkü değerlerinin toplamı olan 6.980.192 milyon TL olur.

$$\text{Çanakkale Çimento A.Ş.’nin değeri} = 1.007.103 + 5.973.089$$

= 6.980.192 milyon TL olur.

5.2.3.2. Akçimento A.Ş.'nin Değerinin Hesaplanması

Aynı şekilde Akçimento A.Ş.'nin değerini de hesaplamak mümkündür. Akçimento A.Ş.'nin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri Tablo-25'de verilmiştir. Buna göre şirketin gelecekteki beş yıllık nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 1.165.082 Milyon TL dir.

Tablo-25: Akçimento A.Ş.'nin Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (Milyon TL)

Yıllar	Nakit Akımları	İskonto Faktörü (%63)	Bugünkü Değer
1	-7.829	0.606	-4.744
2	300.140	0.367	110.151
3	1.027.391	0.223	229.108
4	2.606.368	0.135	351.860
5	5.837.888	0.082	478.707
TOPLAM			1.165.082

Şirketin beşinci yıldan sonraki nakit akımlarının ise %50 sabit bir oranda artacağı varsayılmaktadır.

$$[NA_{n+1} / (k-g)] / (1 + k)^5$$

Formülde; $NA_{n+1} = 8.756.831$ milyon TL (Tablo-21'den), $k = \%63$ ve $g = \%50$ olduğuna göre, 5. yıldan sonraki nakit akımlarının bugünkü değeri 5.811.426 Milyon TL olarak hesaplanır.

$$\begin{aligned} [NA_{n+1} / (k-g)] / (1 + k)^5 &= [8.756.831 : (0,63 - 0,50)] / (1+0.63)^5 \\ &= 67.360.238 / 11,5910 \end{aligned}$$

= 5.811.426 milyon TL.

Akçimento A.Ş.'nin toplam değeri ise bu iki gelecekteki değerlerin bugünkü değerlerinin toplamı olan 6.976.508 milyon TL.dir.

Akçimento A.Ş.'nin değeri= 1.029.649 + 5.811.426

= 6.976.508 milyon TL

5.3. Birleşme Sonrası Oluşan Akçansa A.Ş.'nin Değerinin Belirlenmesi

Bu aşamada birleşme sonrasında oluşan Akçansa A.Ş.'nin değeri tespit edilecektir. Bunun için (birleşme öncesindeki şirketlerin değerlerinin tespit edilmesinde olduğu gibi) Akçansa A.Ş.'nin Cari ve Geçmiş yıllardaki nakit akımlarının belirlenmesi ve Gelecekteki Nakit Akımlarının tahmin edilmesi gerekmektedir.

5.3.1. Akçansa A.Ş. nin Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Ek-III'de verilen Akçansa A.Ş.'nin 2000 yılına ait verilerinden hareketle yukarıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanan nakit akımları özet olarak Tablo-26'de verilmiştir. Buna göre şirketin nakit akımları, birleşmeyi takip eden ilk iki yılda negatif olmuş ve daha sonraki yıllarda pozitif geçmiştir.

Akçansa A.Ş.'nin çalışma sermayesi ve sabit sermaye yatırımlarında başlangıçta önemli artışlar olmuş ve bu da net nakit akımlarının negatif olmasına neden olmuştur. Ancak 1999 ve 2000 yıllarındaki çalışma sermayesi ve sabit sermaye yatırımlarındaki artışın önceki yıllardakine göre oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu da nakit akımlarının pozitif olmasındaki en büyük nedendir. Şirketin devam eden yatırımları Tablo-27'de ayrıntılı olarak verilmiştir.

Tablo-26: Akçansa A.Ş.'nin Son Dört Yılda Nakit Akımları (Milyon TL)

	2000	1999	1998	1997
Faaliyet Kârı	4.182.174	17.995.539	15.082.876	7.514.571

Vergi (%46) (-)	1.923.800	8.277.948	6.938.123	3.456.703
	2.258.374	9.717.591	8.144.753	4.057.868
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı				
Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler	14.594.049	15.424.009	8.198.736	3.852.928
Faiz Giderleri	2.398.774	3.519.680	3.003.441	1.705.094
Temettü Ödemeleri	9.436.791	8.561.604	4.185.673	1.522.063
	28.687.988	37.222.884	23.532.603	11.137.953
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı				
Çalışma Sermayesindeki Artış(-)	2.415.911	8.968.075	31.623.173	6.922.949
Sbt. Srm. Harcamalarındaki Artış(-)	9.318.292	13.641.257	2.609.949	6.726.448
	16.953.785	14.613.552	(10.700.519)	(2.511.444)
Net Nakit Akımları				

Kaynak: Akçansa A.Ş.'nin 1997-2000 Yılları Arası Faaliyet Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo-27: Akçansa A.Ş.'nin Devam Eden Yatırımları

Devam Eden Yatırımlar	Başlangıç- Bitiş Tarihi	Yatırım Tutarı(Milyon TL)
B.çekmece 1-3 Tesis Trafo Üniteleri	1999-2000	1.786.000
Çimento Değirmeni Otomasyonu	2000-2001	3.868.824
İdame Yatırımlar	2000-2000	858.252
Çanak kale Fab. İdame Yatırımları	2000-2000	7.405
Hazır Beton- İdame Yatırımları	2000-2000	68.731
Merkez İdame Yatırımları	2000-2000	100
Ç.kale Fab. K.mürsel Depolama/Pak.	1999-2000	1.253.902
Büyükçekmece Fab. 1ve3 Tesis Trafo Üniteleri Devre Kesicileri	1999-2000	1.768.000
1. Fırın Otomasyonu	1999-2000	1.886.670
İdame Yatırımları	1999-2000	26.361
Toplam		11.524.245

Kaynak: Akçansa A.Ş. 2000 Yılı Faaliyet Raporu, s.37.

Daha önce de ifade edildiği gibi, İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi'nde gelecek yıllardaki nakit akımlarının tahmininde, şirketlerin cari yıl nakit akımları yanında geçmiş yıllardaki (en az 5 yıl) nakit akımlarının da analizde dikkate alınması, gelecekteki nakit akımlarının daha doğru tahmin edilmesinde ve sağlıklı sonuçların alınmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ancak Akçansa A.Ş.'nin dört yıllık verileri üzerinden geçmiş yıllardaki nakit akımları hesaplanmıştır. 1996 yılı

birleşmenin gerçekleştiği yıl olduğu için, birleşme öncesi ve birleşme sonrası değerlendirmelerinde dikkate alınmamıştır.

Aşağıdaki tabloda şirketin 1997-2000 yılları arasındaki yıllık üretim miktarları verilmiştir.

Tablo-28: Akçansa A.Ş.'nin Yıllar İtibariyle Üretim Miktarı (Milyon Ton)

Yıllar	Klinker	Çimento	Toplam
1997	3.8	4.6	8.4
1998	3.8	4.6	8.4
1999	3.4	3.9	7.3
2000	3.7	4.3	8.0

Kaynak: Akçansa A.Ş. 2000 Yılı Faaliyet Raporu, s.13.

Akçansa A.Ş.'nin üretim miktarına bakıldığında, birleşme sonrasında, birleşme öncesindeki iki şirketin toplam üretiminden daha fazla bir üretim yaptığı görülmektedir. Üretim miktarında 1999 yılında bir azalma olmaktadır , 2000 yılında tekrar bir artış olduğu görülmektedir. 2000 yılındaki bu artışın en önemli nedenin ise 1999 yılında yaşanmış olan Büyük Depremin olduğu söylenebilir. Bu nedenle 2000 yılındaki üretimin büyük bölümü iç tüketimde kullanılmıştır.

5.3.2. Gelecekteki Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Birleşme öncesindeki şirketlerde olduğu gibi, birleşmeden sonra oluşan yeni şirketin gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesinde de aynı varsayımlar yapılmıştır.

Buna göre şirketin İhracat ve İthalat rakamlarına bakıldığında, sürekli bir artış eğiliminin olduğu görülmektedir. Özellikle ihracatın satışlar içindeki payının 1998 yılında bir önceki yıla göre gerilediği ancak daha sonra tekrar artış eğilimine girdiği ortaya çıkmaktadır. Bu da şirketin büyümesinde önemli bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Tablo-29: Akçansa A.Ş.'nin 1997-2000 Yılları Arası İthalat ve İhracatı (Milyon TL)

Yıllar	İthalat	İhracat	İhracatın Satışlar İçindeki Payı (%)
1997	3.241.455	9.355.154	27
1998	5.058.805	12.292.896	17
1999	7.596.402	17.997.214	19
2000	14.787.599	30.110.141	24

Kaynak: Akçansa A.Ş. 1997-2000 Yılları Arası Faaliyet Raporlarından derlenmiştir.

Şirketin son dört yıllık değişik büyüme oranları Tablo-30'da verilmiştir. Buna göre, şirketin satışları ortalama %55,87 oranında büyürken, Net Kârlar %14,27 , Aktifler %54,41 ve Öz Sermaye ise %61,39 oranında artış göstermiştir. Bu veriler göz önüne alındığında şirketin gelecekte de bu büyüme hızlarını devam ettirebileceğini söylemek mümkündür.

Birleşme öncesi şirketlerin değerlemesinde olduğu gibi birleşme sonrasında oluşan Akçansa A.Ş.'nin değerlemesinde de, şirketin son dört yıldaki satışlarının büyüme hızı ortalamasını gelecekte de devam ettireceği varsayılabilir. Buda %56 olarak hesaplanmıştır.

Tablo-30: Akçansa A.Ş.'nin Büyüme Oranları (%)

	1997	1998	1999	2000	Ortalama *
Satışların Büyüme Hızı	198,31	100,89	32,75	33,97	55,87
Aktif Büyüme Hızı	101,88	108,18	33,70	21,36	54,41
Öz Sermaye Büyüme Hızı	87,42	131,61	28,63	23,95	61,39
Net Kâr Büyüme Hızı	126,64	103,76	16,36	-77,29	14,27

* Ortalamaların hesaplanmasında 1997 yılı rakamları ihmal edilmiştir.

Kaynak: Akçansa A.Ş. 1997-2000 Yılları Arası Faaliyet Raporlarından derlenmiştir.

Ayrıca şirketin işletme sermayesindeki ve sabit sermaye yatırımlarındaki gelecekteki artış oranının da şirketin devam eden yatırımları ve yaşanan yoğun rekabet göz önüne alındığında %60 olarak gerçekleşeceği varsayılacaktır. Akçansa A.Ş.'nin altıncı yıldan itibaren ise nakit akımlarını %40 oranında sabit bir hızla arttıracığı varsayımı altında şirketin değeri hesaplanacaktır.

Tablo-31: Akçansa A.Ş.'nin Gelecekteki Nakit Akımları (Milyon TL)

	Vergi Sonrası Faaliyet Kârı %56	Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı %56	Çalışma Sermayesindeki Artış(-)%60	Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Artış(-)%60	Net Nakit Akımı
Cari Yıldaki	2.258.374	28.687.988	2.415.911	9.318.292	16.953.785
1. Yıl	3.523.063	44.753.261	3.865.458	14.909.267	25.978.536
2. Yıl	5.495.979	69.815.087	6.184.733	23.854.827	39.775.527
3. Yıl	8.573.727	108.911.536	9.895.573	38.167.723	60.848.240
4. Yıl	13.375.014	169.901.996	15.832.917	61.068.357	93.000.722
5. Yıl	20.865.022	265.047.114	25.332.667	97.709.371	142.005.076
6. Yıl*	29.211.031	371.065.960	35.465.734	136.791.119	198.809.107

*Altıncı yıl rakamları %40 oranında arttırılmıştır.

Tablo-31'de görüleceği gibi birleşme sonrasında yeni oluşan Akçansa A.Ş.'nin nakit akımları cari yıldan itibaren pozitif olarak ve sürekli artarak devam etmektedir.

5.3.3. İskonto Oranının Belirlenmesi

Birleşme öncesindeki şirketlerin iskonto oranlarının hesaplanmasında olduğu gibi, birleşme sonrasında oluşan Akçansa A.Ş.'nin de iskonto oranının belirlenmesinde aynı yöntem kullanılacaktır.

Akçansa A.Ş.'nin AOSM de yukarıda açıklanan üç adım takip edilerek hesaplanabilir.

1.Adım: Her menkul kıymetin değerinin firma değerinin yüzdesi olarak belirlenmesi:
Bunun için Akçansa A.Ş.'nin 2000 yılı bilançosundaki sermaye bileşenlerinin bulunması gerekir. Buna göre Tablo-32'de Akçansa A.Ş.'nin sermaye bileşenleri ve toplam değeri içindeki yüzdesi verilmiştir.

Tablo-32'ye göre, şirketin toplam kaynaklarının %27'si yabancı kaynaklardan, %73'ü ise öz kaynaklardan oluşmaktadır.

Tablo-32: Akçansa A.Ş.'nin Sermaye Bileşimi

Sermaye Bileşimi	Tutar (Milyon TL)	Toplam Değer İçindeki Payı (%)
Yabancı Kaynaklar	34.353.603	27
Öz Kaynaklar	92.677.150	73
Toplam Pasifler	127.030.753	100

2.Adım: Her menkul kıymet için istenen getiri oranının tespit edilmesi: Burada birleşme öncesindeki şirketler için yapılan varsayımları yaparak Akçansa A.Ş.'nin borç ve öz sermaye maliyetleri tespit edilmiştir.

$$VSBM = (1 - V_k) \times r_{\text{borçlar}}$$

$$VSBM = (1 - 0.46) \times 0.38 = 0.2052 \text{ (\%21) olur [T.C.M.B.,2001:42].}$$

Öz Sermaye Maliyeti ($r_{\text{öz kaynaklar}}$) = $(D_1 / P_0) + g$ olarak ifade edilmiştir.

Büyüme oranı olarak yine şirketin son dört yıllık öz sermaye büyüme hızlarının ortalaması olarak alınacaktır. Bu oran Tablo-30'da %61,39 olarak bulunmuştur. Ayrıca şirketin kâr payı getirisinin de tespit edilmesi gerekmektedir. Akçansa A.Ş.'nin son yıl kâr payı getirisi %10,47 olarak hesaplanmıştır [İ.M.K.B.,2001:43]. Buna göre;

$$D_1 = 0,1047(1 + 0.6139) = 0,1689 \text{ olarak hesaplanır.}$$

Şirketin 31.12.2000 tarihindeki hisse senedinin fiyatı (P_0) ise 7.100 TL'dir [a.g.e.,s. 22].

Buna göre Akçansa A.Ş.'nin Öz sermaye maliyeti;

$$(D_1 / P_0) + g = (0,1689 / 7.100) + 0.6139 = 0.6139 \text{ olur.}$$

3.Adım: İstenen bu getirilerin ağırlıklı ortalamasının hesaplanması: Burada yine ayrı ayrı hesaplanmış olan veriler AOSM denkleminde yerine konulduğunda %50,48 oranı bulunacaktır.

$$AOSM_{Akçansa} = [B/D \times (1-V_k) \times r_{borçlar}] + [\ddot{O}K / D \times r_{öz kaynaklar}]$$

$$AOSM_{Akçansa} = (0.27 \times 0.21) + (0.73 \times 0.6139)$$

$$= 0.5048$$

5.3.4. Akçansa A.Ş.'nin Değerinin Belirlenmesi

Akçansa A.Ş.'nin değeri daha önce kullanılan denklem yardımıyla hesaplanacaktır.

$$D = \sum \left(\frac{NA_t}{(1+k)^n} + \frac{NA_{n+1} / (k-g)}{(1+k)^n} \right)$$

Bunun için önce, şirketin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunmalıdır. Tablo-33'de şirketin gelecekteki beş yıllık nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 90.157.910 Milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo-33: Akçansa A.Ş.'nin Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (Milyon TL)

Yıllar	Nakit Akımları	İskonto Faktörü (%50)	Bugünkü Değer
1	25.978.536	0,667	17.327.684
2	39.775.527	0,444	17.660.334
3	60.848.240	0,296	18.011.079
4	93.000.722	0,198	18.414.143
5	142.005.076	0,132	18.744.670
TOPLAM			90.157.910

Şirketin beşinci yıldan sonraki nakit akımlarının ise %40 sabit bir oranda artacağı varsayımına göre; beşinci yıldan sonraki nakit akımlarının bugünkü değeri 261.935.582 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

$[NA_{n+1} / (k-g)] / (1+k)^n$ 'yi hesaplayabiliriz. Buradaki veriler;

$NA_{n+1} = 198.809.107$ Milyon TL(Tablo-31'den), $k = \%50$ ve $g = \%40$ olduğuna göre;

$$\begin{aligned} [NA_{n+1} / (k-g)] / (1 + k)^5 &= [198.809.107 : (0,50 - 0,40)] / (1+0.50)^5 \\ &= 1.988.091.070 / 7,59 \\ &= 261.935.582 \text{ milyon TL.} \end{aligned}$$

Akçansa A.Ş.'nin değeri isi bu iki gelecekteki değerlerin bugünkü değerlerinin toplamı olan 352.093.492 milyon TL olur.

$$\begin{aligned} \text{Akçansa A.Ş.'nin değeri} &= 90.157.910 + 261.935.582 \\ &= 352.093.492 \text{ milyon TL olur.} \end{aligned}$$

5.4. Birleşmede Sinerji ve Nihai Şartların Belirlenmesi

Yukarıda yapılan hesaplamalar sonunda ortaya çıkan değerler şirketlerin yöneticilerine birleşme veya şirket devralma görüşmelerinde bir gösterge niteliğindedir. Burada yapılan hesaplamalar gelecekte oluşacağı varsayılan verilere dayandırıldığı için her zaman şüphe ile bakılmaya açıktır. Şirket varlığı ile ilgili değerlendirme yapan kişinin doğruya yakın bir sonuca ulaşması, elde edebileceği tüm şirket verilerini kullanması ve gelecek hakkında doğru olarak kabul edilebilecek varsayımlar yapmasına ve öngörülerde bulunmasına bağlı bulunmaktadır. Gerisi ise, şirketlerin yöneticilerine ve ortaklarına kalmaktadır [Sarıkamış,1999b:17].

Birleşecek şirket yöneticilerinin ve ortaklarının her şeyden önce birbirlerine güven duymaları gerekmektedir. Ayrıntılı inceleme çalışmalarında mümkün olduğunca kısa sürede şirketin finansal, yasal, insan kaynakları yapıları incelenmeli ve elde edilen veriler başarılı bir entegrasyon süreci için anlamlı bilgilere dönüştürülmelidir. Ayrıntılı inceleme, birleşme ve satın almaların en kritik sürecidir. Bu açıdan

bakıldığında birleşme süreci olabildiğince titiz, objektif ve hızlı yürütülmesi gereken bir çalışmadır. Objektif bir çalışma olması gerekliliği, ayrıntılı inceleme sürecinde özel danışmanlardan faydalanılmasını da gerektirebilir. Bu, yöneticilerin görmekte zorlanabileceği unsurların uzmanlar tarafından daha profesyonelce yerine getirilmesini de sağlayacaktır[Arslan, 2001:51].

Şirket birleşmelerinde, birleşme sonrasında birleşilen şirkete ne kadar ödemede bulunulacağı ve bu miktarın nasıl ödeneceği gibi şartlar birleşme görüşmelerinde sonuçlandırılır. Birleşme görüşmelerine katılan taraflar açısından her iki şirketin de değerinin biliniyor olması birleşme görüşmeleri açısından oldukça önemli olmaktadır. Şirketler açısından birleşme şartları karşılıklı görüşmelerle belirlenecek olmakla birlikte, görüşmeler şirket değerlerinin oluşturduğu sınırlar içinde gerçekleşir. En azından birleşme görüşmelerinde birleşmenin şartlarının belirlenmesinde şirket değerleri temel hareket noktasını oluşturur. Birleşme sınırları, çoğunlukla şirketlerin hesaplanan değerleri esas alınarak belirlenmektedir[Çelik,1999:115].

Çeşitli birleşme ve satın alma teklifleri arasında en iyisi, en elverişlisi hangisidir sorusunu cevaplandırmak kolay değildir. Burada, ödenecek bedel, teklifler arasında seçim yapmada dikkate alınacak en önemli etken olmakla beraber, bedelin ödenme şekli(nakden, tahvil vererek veya hisse senetlerini değiştirerek) ve eğer bedel, varlığını devam ettirecek firmanın hisse senetlerinin verilmesi yoluyla ödenecekse, alıcı firmanın yönetici kadrosunun yetenekleri, birleşmeden sonra yeni ürünler geliştirme, yeni pazarlara girme, finansman kaynakları bulma imkanları dolayısıyla alıcı firmanın gelecek yıllardaki büyüme hızı, nihai kararda göz önünde tutulacak diğer önemli faktörler olmaktadır[Akgüç,1994:885].

Birleşme ile ilgili nihai şartların belirlenmesinde tarafların pazarlık gücü de önemli bir rol oynayacaktır. Ancak birleşmenin gerçekleşmesi için, satın veya devir alınacak firmaya da bir çıkar sağlaması gerekir. Bir çıkar sağlanmaması halinde, satın alınacak firmanın ortaklarının buna rıza göstermesi beklenemez. Satın veya

devralınacak firmanın birleşmeden elde edeceği çıkarlar, alıcı firmanın görüşmeleri yürütürken yapacağı teklifler için bir çerçeve çizer[a.g.e.,s.885].

Şirketler, bu yaklaşımda birleşme görüşmelerinde hesapladıkları şirket değerlerini kullanarak birleşme sonucunda ödenecek en yüksek fiyatı belirlerler. Hesaplanan bu değerler, devralınan şirkete en yüksek ne kadar ödeneceğinin belirlenmesi kadar, devralan şirketin en fazla ne kadar ödemede bulunabileceğinin de sınırlarını ortaya koyar. Bu açıdan birleşme sürecinde sadece şirket, devralacağı şirketin değerini değil, kendi şirketinin değerini de hesaplar.

Birleşme ister Çanakkale Çimento A.Ş. bünyesinde, ister Akçimento A.Ş. bünyesinde ve isterse üçüncü bir şirket olan Akçansa A.Ş. bünyesinde oluşturulsun, birleşmeden sonra oluşacak şirketin piyasa değeri, eğer birleşmeye bağlı olarak sinerji oluşursa Çanakkale Çimento ve Akçimento'nun piyasa değerleri toplamının üzerinde olacaktır. Bu durumda birleşmenin olumlu olduğu ifade edilebilir. Eğer yeni oluşan şirketin piyasa değeri birleşmeden önceki şirketlerin piyasa değerleri toplamından küçük ise, o zaman negatif sinerji meydana gelmiş demektir ki, bu yapılan birleşmenin olumsuz ve başarısız olduğunu ifade eder. Bu durumu uygulamaya göre bakalım.

Ancak uygulamada birleşme öncesi şirketlerin değerleri 1995 yılına göre, birleşme sonrası oluşan Akçansa A.Ş.'nin değeri ise 2000 yılına göre hesaplanmıştır. Bu durumda, yapılacak bir karşılaştırmanın sağlıklı sonuçlar verebilmesi için aradaki zaman farkının da dikkate alınması gerekir. Bu durumda, 1995 yılına göre hesaplanan birleşme öncesi şirketlerin değerleri, 1 TL'nin gelecekteki değerine göre işlem yapılarak 2000 yılına göre belirlenebilir.

Şirket değerlerinin hesaplanması sonucunda Çanakkale Çimento A.Ş.'nin değeri 6.980.192 milyon TL, Akçimento A.Ş.'nin değeri 6.976.508 milyon TL ve birleşme sonrası oluşan Akçansa A.Ş.'nin değeri ise 352.093.492 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. Birleşme öncesindeki iki şirketin toplam değerleri ise 13.956.700 milyon TL olmaktadır.

Bu değer 1996-2000 yılları arasındaki ortalama Enflasyon Oranı + Risk Primi de dikkate alınarak bugüne iskontolandığında istenilen sonuca ulaşılmış olacaktır. 1996-2000 yılları arası ortalama enflasyon oranı %70 dir. Buna %10'luk bir risk primi eklendiği zaman iskonto oranı %80 olacaktır. Buna göre iki şirketin bugünkü değeri, 263.721.337 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu, ayrıntılı olarak aşığıdaki tablodan da görülebilir.

Tablo:34: Birleşme Öncesi Şirketlerin Bugünkü Değerleri

Dönem	Hesaplanacak Değer	İskonto Oranı %80	Dönemde Kazanılan Faiz Tutarı	Dönem Sonu Toplam Değer
1996	13.956.700	0.80	11.165.360	25.122.060
1997	25.122.060	0.80	20.097.648	45.219.708
1998	45.219.708	0.80	36.175.766	81.395.474
1999	81.395.474	0.80	65.116.380	146.511.854
2000	146.511.854	0.80	117.209.482	263.721.337

Tablodan da görüleceği gibi birleşme öncesi şirketlerin bugünkü değerleri, birleşme sonrası olaşan şirketin değerinden daha azdır. Bu da, birleşmede sinerji etkisinin oluştuğunu açık bir şekilde göstermektedir.

$$\text{Sinerji} = D_{\text{Akçansa}} - (D_{\text{Çanakkale Çim.}} + D_{\text{Ak Çim.}})$$

$$= 352.093.492 - 263.721.337$$

$$= 88.372.155 \text{ milyon TL. olur.}$$

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonominin küreselleşmesi, elektronik ticaretin gelişmesi ve artan rekabet; ölçek ekonomileri ve sinerji etkisinden yararlanmayı, birim maliyetlerin aşığı çekilmesini,

ürün ve hizmet kalitesinin ve rekabet gücünün arttırılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu gelişmeler ise şirket birleşmelerini gündeme getirmektedir. Nitekim son beş altı yıllık süreç incelendiğinde dünyada yaygın bir şekilde dev birleşmelerin meydana geldiği görülecektir. Dünyada ve Ülkemizde şirketler bu olgulara uyum sağlamak için çeşitli büyüme stratejilerine yönelmektedirler.

Büyüme, varlığını devam ettirmek isteyen her şirket için kaçınılmazdır. Bu da ya içsel yollarla ya da diğer şirketlerle birleşmeler gibi dışsal yollarla gerçekleştirilmektedir. Çağımızın özelliği olarak, hızla değişen bir ortamda faaliyette bulunan şirketlerin, sonuçların daha kısa bir zamanda alınabileceği “birleşme” yollarını tercih ettikleri artık sık sık görülmektedir.

Küçük şirketlerin büyük şirketler karşısında rekabet imkanlarının azalması ve hatta kalmaması, mevcut şartlara uyum sürecinde şirketleri değişik arayışlara yönlendirmiştir. Bu arayış içerisinde, çözüm yollarından birini de şirketler arası yatırım ve birleşmeler oluşturmuştur.

Günümüzün yoğun rekabet şartları içinde bir veya daha fazla şirketin başka bir şirkete katılması ya da yeni kuracakları başka bir şirket altında birleşmeleri şeklinde tanımlanabilecek olan şirket birleşmeleri, oldukça önemli bir yer almakta ve gittikçe artan bir hızla da devam etmektedir.

Ülkemizde ise şirket birleşmeleri, özellikle 1980’li yıllardan sonra daha çok kamu ve bankacılık sektörlerinde görülmeye başlanmıştır. 1990’lı yıllardan itibaren ve günümüzde de şirket birleşmeleri artan bir hızla ve ilgiyle devam etmektedir. Bu ilginin nedenleri arasında, Avrupa Birliği’ne tam üyelik halinde rekabet gücünün artırılması, artan sermaye maliyeti, şirkete yeni pazarların sağlanması, ihracata yönelik ekonomik politikalara uyum sağlanması vb. olarak sayılabilir.

Şirket birleşmelerinde temel neden büyümedir. Aynı zamanda büyüme gerçekleştirilirken ölçek ekonomilerinden ve sinerji etkisinden de yararlanılarak

birim maliyetler aşağıya çekilebilmekte, kalite ve rekabet gücü artırılabilmekte, yetenekli yönetime ve değerli sınai haklara da sahip olunabilmektedir.

Şirket birleşmeleri, kaynakların kullanımında etkinliği artırabilmenin yanı sıra rasyonelleşmeyi de sağlayarak özellikle ülkemizde olduğu gibi sıkıntı içindeki şirketlerin tekrar ekonomiye kazandırılmasında da bir araç olarak kullanılabilir.

Şirket birleşmelerinden sadece birleşen şirketler etkilenmemektedir. Bu şirketlerin yanı sıra, şirketlere yatırım yapanlar, şirket çalışanları, şirket yöneticileri, tüketiciler, piyasalar ve devlete kadar varan çok farklı kesimler bundan etkilenmektedir. Bu açıdan bakıldığında, şirketlerle ilişkisi olan her kesim birleşme sürecinin farklı aşamalarında bu sürece katılmaktadırlar. Şirkete yatırım yapanlar, gelirlerini maksimize etmek isterlerken, bu şirketlere borç verenler alacaklarının geri ödenmesinin garanti edilmesini isterler. Devlet ise, birleşme sonrası oluşan kazancın vergilendirilmesi yanında, birleşme sonucunda rekabet şartlarının korunması ile de ilgilenmektedir. Şirket çalışanları ve yöneticiler birleşme sonrasında işlerini kaybedip kaybetmeyecekleri konusunda oldukça tedirgin olmaktadır. Bunun gibi şirket birleşmeleri ile ilgili olan tarafların beklentileri ve amaçları farklı şekillerde ve ayrıntılı olarak ifade edilebilir.

Birleşme şirketler açısından aynı zamanda bir yatırımdır. Yatırım kararlarının verilmesi ise, oldukça önemli ve ayrıntılı analizlerin yapılmasını gerektirir. Bu açıdan birleşme kararları, şirketlerin hayatı boyunca her zaman alınan bir karar değildir. Bu nedenle şirket yöneticileri, birleşme kararını verirken hem şirket ile ilişkisi olan tüm tarafların beklentilerini göz önünde bulundurlar, hem de birleşme ile şirketin piyasa değerini maksimize etme hedeflerine ulaşmaya çalışırlar.

Şirket birleşmelerinin sadece mikro açıdan değil, aynı zamanda makro açıdan da önemli etkileri bulunmaktadır. Şirketler birleşme ile faaliyet gösterdikleri

sektörlerde ve ekonomilerde de önemli etkiler meydana getirmektedirler. Birleşmelerin özellikle çok uluslu şirketlerce sık sık sınır ötesi birleşmeler şeklinde uygulanması bu durumu daha da arttırmaktadır.

Yukarıda da ifade edildiği gibi oldukça farklı alanları ve farklı çıkar gruplarını etkileyen şirket birleşmelerinin özellikle sınır ötesi birleşme faaliyetleri sonucunda dünyadaki uygulamalarının birbirinden çok büyük farklılık göstermediği ifade edilebilir. Şirket birleşmelerinin teorik mantığı doğal olarak tüm dünya uygulamalarında benzerlikler göstermektedir. Ancak, bu benzerlikler bazen, ülkelerin gelişmişlik durumu, vergi uygulamaları ve rekabet şartları gibi nedenlerden dolayı farklılıklar da gösterebilmektedir. Bu durum sonuç olarak birleşme sürecini, birleşme boyutunu ve birleşmenin kapsamını etkilemektedir.

Küreselleşme ve teknolojiadaki gelişmeler bütün şirketleri daha rekabetçi bir ortamda çalışmaya zorlamakta ve geleceğin riskini arttırmaktadır. Sermayenin daha etkin kullanılması, etkin risk yönetimi ve düzenli nakit akışları sağlanması uzun vadede başarı için kaçınılmaz bir zorunluluk olmuştur. Günümüzdeki gelişmeler bu amacı gerçekleştirecek yönetim anlayışının, değer oluşturmayı esas alan yönetim biçimi olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, son yıllarda dünyanın önde gelen şirketleri bu yönetim biçimini uygulamaya koyarken, finans ve yönetim konusunda danışmanlık yapan firmalar da hızla bu konuda en iyi hizmeti verme çabası içine girmişlerdir.

Şirket birleşmelerinde, birleşme görüşmelerinin ve sonuçta birleşmenin istenen amaçlar doğrultusunda gerçekleştirilebilmesi için şirket değerlerinin tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle şirket değerlemesinde önemle üzerinde durulması gereken konulardan birisi de şirket değerlerini etkileyen firma içi ve firma dışı unsurların birbirleriyle olan etkileşimidir. Bu etkileşimi görebilmek için ise, en etkili yöntem, farklı senaryolar üreterek değişik analizler yapmaktır. Üretilen her bir senaryo ile ilgili olarak gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi ile birim ve şirket düzeyinde alternatif stratejilerin şirket değerine olan etkileri tespit edilebilir. Böylece, şirket değerini etkileyen ana unsurların birbirleriyle olan etkileşimini ve sonuçta şirket değerindeki değişikliği görmek mümkündür.

Ayrıca, şirket değerini etkileyen her bir unsurun tüm şirketler üzerinde aynı etkiye sahip olduğunu veya aynı şirket olsa bile, bu etkinin her zaman geçerli olduğunu kabul etmek de mümkün değildir. Bugün için geçerli olan bir etkileşim, ileriki dönemlerde değişiklik gösterebilir. Bu nedenle, bu etkileşimlerin sürekli olarak gözden geçirilerek, ona göre bir yönetim anlayışının ve stratejinin oluşturulması gerekmektedir.

Şirket birleşmeleri, uzun bir süreç sonucunda gerçekleştirilir. Bu süreç, birleşmelerin başarılı bir şekilde sonuçlanması açısından son derece önemlidir. Birleşme sürecinde genel olarak birleşen şirketler, birleşmeden beklentilerini ortaya koyarlar ve bunu sağlamaya yönelik ilave kararlar alırlar.

Birleşme sürecinin önemli bir adımı olan birleşme görüşmelerinde, birleşme için belirlenen aday şirketin tüm yönleriyle değerlendirilmesi gerekir. Çünkü bu aşamada verilecek kararlar şirketler açısından son derece önemli sonuçlar doğuracaktır.

Görüşme aşamasında bir diğer önemli nokta ise şirketlerin değerinin belirlenmesidir. Şirketlerin değeri hesaplandığında birleşme sonrasında ödenecek fiyat ve ödeme yöntemi de rasyonel bir tabana oturtulmuş olacaktır. Tüm bu kriterler göz önüne alındığında birleşmenin gerçekleştirilmesi, hem şirketin birleşme sonrasındaki durumunun daha kötü olmasını engelleyecek ve hem de birleşmelerin daha rasyonel ve kârlı bir şekilde tamamlanmasını sağlayacaktır.

Birleşme sürecinin en önemli aşaması, birleşen şirketlerin değerlerinin doğru bir şekilde tespit edilmesidir. Eğer şirket değeri doğru bir şekilde tespit edilmezse, yüksek fiyat (prim) ödenmesi durumuyla veya olduğundan daha düşük bir değer tespit edilmesi durumunda birleşilecek şirketin ortaklarının rıza göstermemesi durumuyla karşılaşılacaktır. Bu da birleşmenin gerçekleşmemesi veya gerçekleşse bile başarısız sonuçlanmasına neden olabilecektir. Bu nedenle birleşme sürecinde şirket değerlerinin belirlenmesi hem devralma yoluyla birleşmelerde hem de yeni şirket kurulması yoluyla yapılan birleşmelerde oldukça önemli olmaktadır.

Şirket değerinin tespitinde farklı değerlendirme yöntemleri kullanılmaktadır. Bu aşamada önemli olan değerlendirme amacına göre en uygun yöntemin seçilebilmesidir. Çünkü değerlendirme yöntemlerinin her biri belli varsayımlar altında uygulanmakta ve birbirlerine karşı birtakım üstünlük ve sınırlılıkları bulunmaktadır. Bu nedenle birleşmenin amacına göre belirlenecek olan ideal bir değerlendirme yöntemi, bu sakıncaları kısmen de olsa ortadan kaldırabilecektir.

Değerleme yapılırken sadece, şirketlerin somut ve maddi varlıkları değil aynı zamanda entellektüel sermaye olarak ifade edilen beşeri unsurların da dikkate alınması gerekmektedir. Günümüzde marka ve patent gibi değerli sınai haklar önemli bir rekabet avantajı sağladığından bu unsurların araştırılması ve değerlemede göz önünde bulundurulması gerekir.

Bir şirkette ortaya çıkan yeniden yapılandırma ihtiyacı karşısında şirket değerini etkileyen firma içi unsurların, firma dışı unsurların ve finansal uygulamaların firma değerine olan etkileri, hazırlanacak detaylı bir plan ile net olarak ortaya konulabilir. Ancak başarı için en temel şart üst yönetimin bu planı benimsemesi ve yapılacak uygulamaları desteklemesidir. Aksi takdirde en iyi planın bile başarı şansı olmayacaktır.

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi bir çok faktörün yıllar itibarıyla tahmin edilmesini, tahminlerin açık bir şekilde ortaya konulmasını, gerçekçi olmasını ve birbirleriyle çelişmemesini gerektirmektedir. Bu tahminlerde yapılacak hatalar şirketin değerinde önemli değişikliklere neden olacağından, bu yöntemin kullanılması halinde analistlerin yaklaşımları ve nitelikleri son derece önem taşımaktadır.

Teorik olarak iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, her ne kadar çok tahmin yapmayı gerektirse de, şirket değerini en doğru şekilde tespit eden yöntemdir. Zaman içerisindeki bulgular da, piyasanın muhasebe temeline dayalı yaklaşımlardan çok, nakit akımlarına göre hareket ettiğini ve iskonto edilmiş nakit akımlarına göre

hesaplanmış olan şirket değerleri ile şirketlerin piyasa değerleri arasında son derece güçlü bir ilişkinin mevcut olduğunu göstermektedir.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin şirket birleşmelerinde, şirket değerinin tespit edilmesinde kullanılması, diğer yöntemlere göre göreceli olarak daha zordur. Çünkü bu yöntemin başarısı, şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının doğru bir şekilde tahmin edilmesine dayanmaktadır. Bu ise bir çok güçlüğü de beraberinde getirmektedir. Öncelikle, bu tahminler yapılırken bazı varsayımlara dayandırılması gerekmektedir. Şirket değerinin tespit edilmesinde yapılacak olan varsayımların, kişisel bir takım yargılardan olabildiğince arındırılması gereklidir.

İskonto edilmiş nakit akımlarının kullanılmasında karşılaşılan bir diğer güçlük ise, nakit akımlarının iskonto edilmesinde kullanılan iskonto oranının belirlenmesidir. Bu yöntemde iskonto oranı olarak genellikle, şirketlerin AOSM'leri kullanılmaktadır. Sermaye maliyetinin belirlenmesinde karşılaşılan güçlükler yöntemin uygulanmasını daha da zorlaştırmaktadır. Ayrıca sermaye maliyetinin şirketin faaliyetleri süresince sürekli değişmesi, ek birtakım varsayımların yapılmasını da gerektirmektedir. Türkiye gibi yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde sermaye maliyetinin sabit varsayılması, değerlendirme açısından önemli problemler oluşturmaktadır.

Uygulamada, başarıyla sonuçlanmış şirket birleşmelerinden daha çok başarısızlıkla sonuçlanan şirket birleşmesi girişimleri bulunmaktadır. Şirket birleşmelerinin başarı ile sonuçlanması; birleşme kararının doğru olarak alınması kadar, birleşme sürecine gerekli önemin verilmesine de bağlı bulunmaktadır. Birleşme sürecinde şirketler birleşme sonrasında tam bir uyum sağlamanın yollarını aramaktadırlar.

Nitekim yapılan araştırmalar, birleşmelerde başarı oranının yaklaşık %40'lar seviyesinde bulunduğunu ortaya koymuştur. Diğer yandan 2000 yılında yayımlanan bir araştırma, birleşmelerdeki başarısızlık oranının %70'e yakın olduğunu ve bunların da %70'inin beşeri faktörlere bağlı nedenlerden kaynaklandığını ortaya koymuştur[Arslan,2001:51]. Dolayısıyla başarılı, hedeflere ulaşabilen bir birleşme

için şirket yönetimlerinin, insan kaynaklarına daha fazla önem vermeleri gerekmektedir.

Yaşanan bu başarısızlık örnekleri, eğer ders alınırsa, Türk şirketlerinin ve yöneticilerinin henüz tam olarak deneyim sahibi olmadıkları birleşme ve satın alma olgusuna daha bilinçli bir şekilde bakmalarını ve daha önce yaşanmış hatalara düşmemelerini sağlayabilir. Dünyadaki gelişmelere paralel olarak Türkiye’de de şirket birleşme eğilimlerinin giderek artması ve bunlarında başarılı bir şekilde devam etmesi, hem Türkiye ekonomisi açısından ve hem de Türk şirketleri ve iş dünyası açısından son derece büyük bir önem taşımaktadır. Bu nedenle yaşanan tecrübelerden ders alınarak bu sürece girecek işletmelerin yöneticilerinin daha dikkatli olmaları kaçınılmaz olmaktadır. Günümüzde birleşmelerin, ekonomik küreselleşmenin zorunlu bir unsuru haline geldiği artık unutulmamalıdır.

KAYNAKLAR

KİTAPLAR

1. **AB-AKTT**, AB Rekabet Politikası, Avrupa Birliği Avrupa Komisyonu Türkiye Temsilciliği Yay. Ankara-2000.
2. **AKAY, Hüseyin**, İşletme Birleşmeleri Ve Muhasebesi, İstanbul-1997.
3. **AKGÜÇ, Öztin**, Finansal Yönetim, Avcıol Bas.Yay., İstanbul-1994.
4. **AKSÖYEK, İsmet, Kürşat YALÇINER**, Finans Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri, Gazi Kitabevi, Ankara-2000
5. **ALP, Ali**, Finansın Uluslararasılaşması, YKB Yay., İstanbul-2000.
6. **ALPMAN, Fulya ve diğerleri.**, Excel ile Finans, Literatür Yayıncılık, İstanbul-2000.
7. **ARSLAN, Mehmet**, Türk Vergi Sistemi,Nobel Yayınevi,2.baskı, Ankara-2001.
8. **AUERBACH, Alan- D. REİSHUS**, The Impact of Taxation on Mergers and Acquisition, Megers and Acquisitions, (Der.;Alan J.AUERBACH), The University of Chicago Press, Chicago-1991.
9. **BEKTÖRE, Sabri ve diğerleri.**, Şirketler Muhasebsi, Birlik Ofset, Eskişehir- 2000.
10. **BLACK, Alan ve diğerleri**, Hissedar Değer Arayışı- Performansı Etkileyen Faktörlerin Yönetimi, Dünya Yayınları Ekonomi Dizisi:5, İstanbul-1998.
11. **BLACKMAN, I,L.**, Valuing Your Privately Held Business, 1995.
12. **BOLAK, Mehmet**, Finans Mühendisliği- Kavramlar ve Araçlar, Beta Yay., İstanbul-1998.

13. **BOLAK, Mehmet**, İşletme Finansı, Birsen Yayınevi, İstanbul-2000.
14. **BREALEY, Richard A.** Ve diğerleri., İşletme Finansının Temelleri (Çev.Ü.Bozkurt, T.Arıkan, D.Doğukanlı), Literatür Yay., İstanbul-1997.
15. **BRİGHAM, Eugene F.**, Finansal Yönetimin Temelleri, (Çev.: Özdemir AKMUT, Halil SARIASLAN), Ankara-1996.
16. **BÜKER, Semih** ve diğerleri., Finansal Yönetim, Eskişehir-1997.
17. **CEYLAN, Ali**, İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Kitabevi, Bursa-2000.
18. **CLARK, Peter J.**, Beyond The Deal: Optimizing Merger and Acquisition Value, Harper Business, A Division of Harper Collins Publishers Inc., New York –1991.
19. **COPELAND, Tom** ve diğerleri, Valuatın: Measuring and Managing the Value of Companies, Second Edition, New York-1994.
20. **DAMODARAN, Aswath**, Investment Valuation, John Wiley & Sons, inc., ABD-1996.
21. **DOZ, Yves L., Gary HAMEL**, Şirket İttifakları Global Pazarlarda Başarının Anahtarı, (Çev.: Atilla Bostancıoğlu), Sabah Kitapları, İstanbul-1999.
22. **ERGÜLEN, Güneri, Hayreddin ERDEM**, Vergi Kanunlarındaki Vergi Avantajları, Yaklaşım Yayınları, Ankara-1998.
23. **EROL, Cengiz** İşletmelerde Finansal Yönetim, İmge Kitabevi, Ankara-1999.

24. **FOSTER, George**, Financial Statement Analysis, New Jersey, Prentice Hall Inc., 1986.
25. **GOLBE, Devra L., L.J WHITE**, Mergers and Acquisition in U.S. Economy: An Agregate and Historical Overview, Mergers and Acquisitions (Der.:Alan J. AUERBACH), The University of Chicago Press, Chicago-1991.
26. **GREEN, Milford B.**, Mergers and Acquisitions: Geographical and Spacial Perspectives, Routledge Inc. , NewYork-1990.
27. **GÜNÇAVDI,Öner** ve diğerleri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Kayıtlı Firmaların Finansal Yapılarını Belirleyen Faktörler, TBB Yay. No:209, İstanbul-1999.
28. **HANCOCK, Dora**, Taxation: Policy @ Practice, Sixth Edition, [Chapman @ Hall](#) Inc., London,1995.
29. **HICKMAN, K.A.** ve diğerleri., Foundations of Corporate Finance, West Publishing Company, 1996.
30. **KANALICI, Hülya**, Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler, Ser.Piy.Kur. Yay.No:77, 1997.
31. **KARACAN, A.İhsan**, Bankacılık ve Kriz, Creative Yayıncılık, İstanbul-1997.
32. **KARAŞİN, Gültekin A.**, Sermaye Piyasası Analizleri,SPKur. Yay.No:4, 1987.
33. **KARAYALÇIN, Yaşar**, Muhasebe Hukuku, Banka ve Tic.Huk. Araş. Enst., Sevinç Matb., Ankara-1988.

34. **KOLB, Robert W., Ricardo J. RODRÍGUEZ**, Finansal Yönetim, (Çev.;A.İhsan Karacan), Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No:35, Ankara-1996.
35. **LUFFMAN, George**, ve diğerleri, İşletme Politikası –Analitik Giriş (çev.İbrahim ANIL), Beta Bas.Yay., İstanbul-2000.
36. **MADURA, Jack**, International Financial Management, West Publishing Company,1995.
37. **MCLANEY, E.J.**, Business Finance for Decision Makers, Second Editions, Pitman Publishing, Inc. , London-1994.
38. **MÜFTÜOĞLU, Tamer**, İşletme İktisadı, Turhan Kitabevi,Ankara-1989.
39. **OKKA, Osman**, Şirketlerde Büyüme, Füzyon ve Holdingleşme, KTO Yönetici Eğitim Merkezi Finansal Yönetim Seminer Notları, KTO Yay. No:13, Konya-1998.
40. **ÖNGEN, Safiye**, Vergi Muhasebesi, Yaklaşım Yayınları, Ankara-2000.
41. **ÖZ, Gamze A.**, Türk Rekabet Hukuku Çerçevesinde Pazarda Hakim Durumun Kötüye Kullanılması ve Birleşme ve Devralmaların Kontrolü, Rekabet Hukuku ve Yargı Sempozyumu, 2.Yıl, Rekabet Kur.Yay., Mart – 1999.
42. **PALEPU,K.G.** ve diğerleri, Introduction to Business Analysis& Valuation, Ohio,Sout-Western Publishing Co.,1997.
43. **POROY, Reha** ve diğerleri, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, Beta Bas.Yay., 6.Basım, İstanbul-1995.

44. **PULAŞLI, Hasan**, Şirketler Hukuku, Mimoza Yayıncılık, 2.Baskı, Konya-1995.
45. **ROSS, Stephan A.** Ve diğerleri, Corporate Finance, Third Edition, Bosten-1993.
46. **SAMUELS, J.M.** ve diğerleri, Manegement of Company Finance, Fifth Edition, [Chapman@Hall](#), Inc., London, 1992.
47. **STEWART, Thomas A.**, Entelektüel Sermaye,(Çev.; Nurettin Elhüseyni) MESS Yay., İstanbul-1997.
48. **ŞENYÜZ, Doğan**, Türk Vergi Sistemi, Ezgi Kitabevi, 6.Baskı, Bursa-2000.
49. **TARAKÇI, Hızır**, Mükellefiyetlerin Sona Erdirilmesi ve Kurumsallaşma, Değişim Yayınları, İstanbul-1995.
50. **TÇMB**, 2000'de Türk Çimento Sektörü, Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği, Temmuz-2001.
51. **TÜRK, H.Sami**, Türk Rekabet Hukuku ve Rekabet Kurumunun AB ve AB'ye Üye Ülkelerle Mukayesesi, Rekabet Kurumu'nun 1. Yıldönümü Münasebetiyle Düzenlenen Toplantı ve Panelde Sunulan Tebliğ(Editor; C.Uğur Özgöker),TRK Yay. Ankara-1998.
52. **TÜRKO, Metin**, Finansal Yönetim,Alfa Bas.Yay.,İstanbul-1999.
53. **ÜRETEN, Aykan, M.Kemil ERCAN**, Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara-2000.
54. **YÜKÇÜ, Süleyman** ve diğerleri, Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir-1999

55. **ZEYBEK, Yasemin**, Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları, SPK Kur. Yay. No:28, Ankara-1999.
56. **WARD, Keith**, Corporate Financial Strateji, Butterworth-Heinemann Ltd., Oxford-1995.
57. **WEST, T.L., J.D. JONES**, Handbook of Business Valuation, 1992.
58. **WESTON, J.Fred** ve diğerleri, Mergers, Restructuring and Corporate Control, Prentice-Hall International Inc., New Jersey –1990.

MAKALELER

1. **ACHAMPONG, Francis K., W ZEMEDKUN**, “An Empirical and Ethical Analysis of Factors Motivating Managers Merger Decisions”, The Journal of Business Ethics, vol:14, 1995.
2. **AKDEMİR, Ali**, “Küreselleşmede Kritik Faktör İşbirliğine Dayalı Rekabet Stratejileri”, Anadolu Üniv. İİBF.Dergisi, Cilt:X, Sayı:1-2, Eskişehir-1992.
3. **ANSLINGER, Patricia L., Thomas E. COPELAND**, “Şirket Satın Alma Yoluyla Büyümek- Yeni Bir Yaklaşım”,(Çev.Levent Cinemre), Harvard Business Review, Ocak- Şubat-1996.
4. **ARSLAN, H.Bader**, “Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, sy.19, Temmuz- Ağustos –2001.
5. **ASHKENAS, Ronald N.** ve diğerleri, “Alışverişi Gerçek Kılmak”, (Çev.Levent Cinemre), Harvard Business Review’den Seçmeler- Büyüme Stratejileri, MESS Yay., Eylül-1999.

6. **AŞIKOĞLU, Rıza** ve diğerleri, “Yerel Rekabetten Global Rekabete Geçişte İşletmelerarası Finansal İşbirliği Yönelimleri”, (Verimlilik Kongresi Bildiriler Kitabından Aktarma), 5M Dergisi, sy.8, Nisan-2001.
7. **AYAYDIN, Aydın**, “Rekabet Kanunu’nun Getirdikleri”, Yeni İpek Yolu Dergisi, sy.122,Nisan-1998.
8. **AYDEMİR, Muzaffer**, “Küreselleşme, Rekabet ve Sınır-Ötesi Birleşmeler: Damler-Benz ve Chrysler Örneği”, SÜDÜnv.İİBF Dergisi, sy.3,1998.
9. **BAİK, Kyung H.**, “Horizontal Mergers of Price-Setting FirmsWith Sunk Capacity Cost”, The Quarterly Review of Economics and Finance,vol.35,no:3, Fall-1995.
10. **BAŞ, İ.Melih**, “Şirket Birleşmelerine Finansal Bir Bakış: Özellikle Birleşmeler” Verimlilik Dergisi, Ocak-1990.
11. **BİCİK, Çiğdem**, “Şirket Evlilik ve Satın Almalarında Alternatif Finansman Modelleri”, Şirket Evlilikleri ve Satın Almalar Konferansı, İstanbul- Ekim-2000.
12. **BİRGİLİ, Erhan, Şakir SAKARYA**, “Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma ve 1986-2000 Eğilimleri”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Ağustos-2001.
13. **BOZKUŞ, Fatoş**, “Rekabet İçin Birleşmek Şart”, Finans Dünyası,sy.:122 Şubat-2000.
14. **CESUR, A.Mithat** ve diğerleri, “Özelleştirmede Firma Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Özelleştirme Çalışmaları”, Uzman Gözüyle Bankacılık Der.,sy.:26, Haziran-1999.

15. **ÇELİK, Orhan**, “Küreselleşme Sürecinde Firmalar Arası Stratejik İşbirliği”, Ankara Üniv. SBF Dergisi, Ocak-Mart-1999.
16. **DEMİR, Hüseyin**, “Küreselleşme Sürecinde Şirketlerde Birleşme ve Tür Değişirme”, Dış Ticaret Dergisi, Temmuz-1998.
17. **DOĞAN, A. İhsan**, “Türkiye’de Holdingler ve Holdinglerin Gelişim Süreci”, Ekonomik Vizyon, Mayıs-Haziran –1996.
18. **GÜRBÜZ, Vedat**, “Zoraki Evliliği Durdurma Taktikleri”, Finans Dünyası, sy.:122, Şubat-2000.
19. **HAGUE, Maniul** ve diğerleri, “A Time Series Analysis of Causality Between Aggregate Merger and Stock Prices: The Case of Canada”, Applied Economics, vo.27,1995.
20. **İSMMMO**; “Şirket Birleşmeleri ve Nevi Değişiklikleri”, İSMMMO Bülteni, Nisan-2001.
21. **JENSEN, Michael C.**, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, American Economic Review, vol:76,May-1986.
22. **KIM, W.Chan, Renee MAUBORGNE**, “Değer Yaratma Hızlı Büyümenin Stratejik Mantığı”,Büyüme Stratejileri (Harvard Business Review’den Seçmeler-Çev.Levent Cinemre),MESS Yay., İstanbul-1999.
23. **KOHERS, Ninon, Theodor KOHERS**, “The Value Creation Potential of High-Tech Mergers”, Financial Analysts Journal, Vol:56,No:3, May-June-2000.
24. **MARTİN, Kenneth J.**, “The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership”, The Journal of Finance, Vol.:LI, No:4, September –1996.

25. **MAY, Don O.**, “Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?”, The Journal of Finance, Vol:L No:4, September-1995.
26. **MORK, Randal** ve diğerkleri, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisition?”, The Journal of Finance, vol.XLV, no.1, Macrh-1990.
27. **NAS, Adnan**, “Mali Danışman Gözüyle Şirket Evlilik ve Satın Almalarında Alternatif Finansman Modelleri”, Şirket Evlilikleri ve Satın Almalar Konferansı, İstanbul- Ekim-2000.
28. **OKUR, Sergun**, “Şirket Değer Tespit Metotlarından İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pratikte Uygulaması”, Active, Sayı:21, Kasım-Aralık – 2001.
29. **ÖKTE, M.Kutluğhan S.**, “Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar”, Literatür ve Çözüm Önerileri, Uludağ Ün. İİBF.Dergisi,Nisan-2001(<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/10-kutlu/kutlu.htm>).
30. **ÖZER, Bengi**, “Finans Teorisinin Tarihsel Gelişimi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ocak–2000.
31. **ÖZSUNAY, Ergun**, “Rekabetin Korunması Hakkında Kanun Çerçevesinde AT’de ve Türkiye’de Rekabet”, TÜSİAD-Görüş Dergisi, sy.:20, Mayıs-Haziran-1995.
32. **ÖZYÜREK, Mustafa**, “Globalizasyon Birleşmeyi Zorunlu Kılıyor”, TÜRMOB- Bilanço, sy.:52, Mart-2000.
33. **PETTİT, Justin**, “EVA@ Strategy, EVALuation”, Stern Stewart@Co. Research, April-2000.

34. **RAYPORT, Jeffrey F., John J. SVIOKLA**, “Sanal Değer Zincirinden Yararlanmak”, (Çev.Levent Cinemre), Harvard Business Review’den Seçmeler- Büyüme Stratejileri, MESS Yay., Eylül-1999.
35. **ROSENGREN, Eric S., James W. MEEHAN**, “Antitrust Policy and Vertical Mergers”, New England Ekonomik Review, September-October-1995.
36. **ROVENPOR, Janet L.**, “The Relationship Between Four Personal Characteristics of Chief Executive Officers (CEOs) and Company Merger and Acquisition Activity (MAA)”, Journal of Business and Psychology, Vol:8,No:1, Fall-1993.
37. **SAĞLAM, Erdoğan**, “Birleşme Halinde Amortisman ve Yeniden Değerleme Uygulaması”, Vergi Dünyası, sy.197, Ocak-1998.
38. **SARIKAMIŞ, Cevat (a)**, “Finansal Yeniden Yapılanma”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sy.:1, Ocak – 1999.
39. **SARIKAMIŞ, Cevat (b)**, “Şirket Birleşmelerinde Pay Senedi Değerlerinin Belirlenmesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sy.:2, Nisan– 1999.
40. **SAWYER, Granville M., R.E. SHRIEVES**, “Stockholder Return Among Homogeneous Groups of Mergers”, The Journal of Financial Research, Vol.XVII,No.1, Spring –1994.
41. **SCHWERT, G.William**, “Markup Pricing in Mergers and Acquisitions”, The Journal of Financial Economics, vol:41,1996.
42. **SİREL, Yavuz**, “Bir Şirket Satmak”, Bankacılar Der.,sy.:10, 1992.
43. **STERN, Erik**, “Şirketinizin Değeri Artık Geleceğe Göre Hesaplanıyor”, Hürriyet Pazar Ekonomi, Kasım- 2000.

44. **SUNG, Hyun M.**, “The Effect of Overpayment and Form of Financing on Bidder Return in Mergers and Tender Offers”, The Journal of Financial Research, Vol.:XVI, No:4, Winter-1993.
45. **SÜEL, Hasan**, “Şirket Değerlemesi”, İktisat İşletme ve Finans Der., say.117,Aralık –1995.
46. **SÜMER, Serdar**, “Banka Birleşmeleri”, Active,(Bankacılık ve Finans Makaleleri-V). sy.5, Şubat-Mart-1999.
47. **SÜMER, Handan**, “Türk Rekabet Kanunu Kapsamında Banka Devir ve Birleşmeleri”, Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi,sy.:30, Ocak-Şubat-2000.
48. **STWERT, Stern**, “ABC, The Balanced Scorecard and EVA”, EVALuation, S.Stewart Co. Vol:1, Issue:2, April-1999.
49. **TATOĞLU, Ekrem**, “Uluslar arası Stratejik İttifaklar: İş ortaklıkları ve Şirket Birleşmeleri”, 5M Dergisi, Kasım- 2000.
50. **TAVMERGEN, İge Pınar**, “Turizm İşletmelerinde Değerleme Faaliyetleri”, DışTicaret Dergisi, Ocak –2000.
51. **TOBB**, “Şirket Evliliği Doludizgin”, Ekonomik Forum Der., Nisan-2000.
52. **TURHAN, M.İbrahim**, “1998 Yılında Birleşmeler Kazandı Mı?”, Active, sy.5, Şubat-Mart-1999.
53. **TÜNAL, S.Selman (a)**, “Genel Hatları ile Amerika Birleşik Devletlerinde Şirket Birleşmelerinin Hukuki Yapısı”, Vergi Dünyası, sy.:225, Mayıs-2000.

54. **TÜNAL, S.Selman (b)**, “Genel Hatları ile Amerika Birleşik Devletlerinde Şirket Devir ve Birleşmelerinin Vergi Boyutu”, Vergi Dünyası, sy.:228, Ağustos- 2000.
55. **TÜZÜN, Refika**, “Şirket Birleşmelerine Genel Bakış ve Şirket Birleşmelerinin Türkiye’deki Hukuki Uygulamaları”, Şirket Evlilikleri ve Satın Almalar Konferansında Sunulan Bildiri, İstanbul, 31 Ekim 2000.
56. **VARIŞ, Meral ve diğerleri**, “AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB’nin Gelişimi”, İMKB Dergisi-Özel Sayı, sy.:14, Nisan-Mayıs-Haziran-2000.
57. **YAMAN, Ayhan**, “Firmalar Arası Birleşmelerde Tümdengeleme”, Maliye Postası, sy.485, Kasım-2000.
58. **YALAZA, Özlü**, “Dünya Piyasalarında Şirket Birleşmeleri”, Global Bülten(Power Eki), Kasım-2000.
59. **YALÇINKAYA, Gökçe , M.Özgür YAVRU**, “Çimento Sektörü”, Yatırım Dünyası, Yıl:2, Sayı:14, Eylül- 2001.
60. **YAŞA, Tülay**, “1 Trilyon \$’lık Düğün”, Hürriyet İnsan Kaynakları, sy.151, Eylül-2000.
61. **YETİM, Pervin, Sedat YETİM**, “Şirket Birleşmeleriyle İlgili Avrupa Birliği Düzenlenmesi ve Türk Hukuku”, Hazine Dergisi, Ekim-1996.
62. **YÜKSEL, Aslı**, “Yeni Gündem:Banka Evlilikleri”, Finans Dünyası, sy.138, Haziran-2001.
63. **WEAVER, S.C. ve diğerleri**, “Merger and Acquisition Valuation, Financial Management”, Vol:18, Summer-1991.

TEZLER

1. **AKSÖYEK, İsmet**, Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniv. Sos.Bil.Enst., Ankara-1994.
2. **BİRGİLİ, Erhan**, Tasarrufların Yönlendirilmesinde Hisse Senedi Verimlilik Analizi ve Değerlendirilmesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, DEÜ Sos. Bil. Enst., İzmir-1994.
3. **KARA, Tansel**, Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşmeleri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniv. Uluslararası İşletmecilik Enstitüsü, İstanbul-1995.
4. **SÜNGÜ, Sevtap**, Şirket Birleşmeleri ve El Değiştirmeleri, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, A.Ü.Sos.Bil.Enst., Ankara-1995.

YILLIK ve RAPORLAR

1. **Akçansa A.Ş.** Yıllık Faaliyet Raporları,1996-2000 Arası.
2. **Akçimento A.Ş.** Yıllık Faaliyet Raporları,1991-1995 Arası.
3. **AVRUPA KOMİSYONU TÜRKİYE TEMSİLCİLİĞİ**; Rekabet Politikası:1995 Yıllık Raporu,Güncel Avrupa, sayı:6,Haziran-Temmuz-1996.
4. **Çanakkale Çimento A.Ş.** Yıllık Faaliyet Raporları,1991-1995 Arası.
5. **DPT**, Rekabet Hukuku ve Politikası, 7.Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara-1994.

6. **DPT**, Çimento ve Hazır Beton Sanayi Alt Komisyonu- Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Taş ve Toprağa Dayalı Sanayiler Özel İhtisas Komisyonu Raporu Cilt-1, Ankara-2000.
7. **GEDİK Yatırım**, Borsa Şirketleri 2000, İstanbul-2000.
8. **İMKB**, Şirketler Yıllığı 1996, İMKB Yay. Cilt I-II, İstanbul –1997.
9. **İMKB**, İMKB Şirketleri:Sermaye, Temettü ve Aylık Fiyat Verileri:1986-1999 İMKB Yay., İstanbul –2000.
10. **İMKB**, Yıllık Rapor 2000, İMKB Yay., İstanbul – 2001
11. **TCMB**, Yıllık Rapor 1996, TCMB Yay., Ankara-1997.
12. **TCMB**, Yıllık Rapor 2000, TCMB Yay., Ankara-2001.
13. **TEKSTİLBANK İnceleme Raporu**, Şirket Birleşmeleri, KOBİ'ler ve Gümrük Birliği, Yay.no: 22, İstanbul-1996.
14. **TRK**, Birleşme ve Devralmalar(www.rekabet.gov.tr),Ankara- 2001.
15. **UNCTAD**, World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitons and Development, United Nations Publucations, New York-2001.

KANUNLAR

Gelir Vergisi Kanunu

Katma Değer Vergisi Kanunu

Kurumlar Vergisi Kanunu

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun

Sermaye Piyasası Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

EKLER

EK-I: ÇANAKKALE ÇİMENTO A.Ş.'nin FİNANSAL TABLOLARI BİLANÇO (MİLYON TL)

A K T İ F L E R	1995	1994	1993	1992
İLDÖNEN VARLIKLAR	1.868.902	1.095.114	318.762	161.791

A. Hazır Değerler	1.797	517	2.513	2.832
1. Kasa	291	121	233	393
2. Bankalar	1.506	459	2.280	2.439
3. Diğer Hazır Değerler		1737		
B. Menkul Kıymetler	54.995	8.145		
1. Hisse Senetleri				
2. Kamu Kes. Tah., Senet ve Borç.	54.995	8.145		
3. Diğer Menkul Kıymetler				
4. Men. Kıymet Değ. Düş. Karş.(-)				
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	816.017	664.394	123.144	61.455
1. Alıcılar	587.461	388.231	60.446	33.768
2. Alacak Senetleri			19.634	8.853
3. Alacak Senetleri Reskontu (-)	1.800		278	181
4. Verilen Depozito ve Teminatlar	66	6.188	2.103	210
5. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alac.	230.782	270.504	41.731	18.804
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	492	529	492	
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	263.800	5.370	2.200	1.238
1. Ortaklardan Alacaklar				
2. İştiraklerden Alacaklar				
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	123.398			
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	140.402	5.370	2.200	1.238
5. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)				
E. Stoklar	647.991	351.523	150.438	82.773
1. İlk Madde ve Malzeme	625.646	226.567	104.877	52.986
2. Yarı Mamuller	9.585	12.899	1.093	513
3. Ara Mamuller	3.043	28.218	17.625	10.695
4. Mamuller	1.467	65	5.193	8.903
5. Diğer Stoklar			13.397	7.206
6. Stok Değer Düş. Karşılığı (-)				
7. Verilen Sipariş Avansları	8.250	83.774	8.253	2.469
F. Diğer Dönen Varlıklar	84.302	65.165	40.467	13.493
II.DURAN VARLIKLAR	6.713.632	3.393.812	1.376.375	638.431
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	753	923	2.790	4.152
1. Alıcılar				
2. Alacak Senetleri				
3. Alacak Senetleri Reeskontu (-)				
4. Verilen Depozito ve Teminatlar	753	923	2.790	4.152
5. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)				
B. Finansal Duran Varlıklar	651.073	151.082	151.082	15.324
1. Bağlı Menkul Kıymetler				
2. Bağ. Men. K. Değ. Düş. Krş.(-)				
3. İştirakler	1.100	1.100	1.100	220
4. İştiraklere Sermaye Taahhüt.(-)				110
5. İştirakler Değ. Düşüş Kar.(-)				
6. Bağlı Ortaklıklar	649.973	149.982	149.982	15.214
7. Bağ. Ortak. Sermaye Taahh.(-)				
8. Bağlı Ortaklık Değ.Düş.Karş.(-)				

C. Maddi Duran Varlıklar	6.048.517	3.236.629	1.215.084	606.359
1. Arazi ve Arsalar	62.414	17.521	4.121	654
2. Yerüstü ve Yer altı Düzenleri	796.169	301.890	71.663	34.148
3. Binalar	1.436.675	681.788	284.477	162.793
4. Makine Tesis ve Cihazlar	5.415.303	2.534.271	1.049.946	690.685
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	306.075	109.056	53.925	13.511
6. Döşeme ve Demirbaşlar	119.843	57.195	26.180	13.925
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	54.339	19.633	17.183	16.468
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	3.391.571	1.536.769	665.636	382.199
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	1.248.178	1.016.899	367.383	38.965
10. Verilen Sipariş Avansları	1.092	34.785	5.842	17.409
D. Maddi Olmayan Duran Varlıklar				394
1. Kur. ve Teşkilatlanma Gid.				
2. Haklar				
3. Araştırma ve Geliştirme Gid.				
4. Diğer Maddi Olm. Dur.Var.				
5. Verilen Avanslar				394
E. Diğer Duran Varlıklar	13.289	5.538	7.419	12.202
TOPLAM AKTİFLER	8.582.534	4.488.926	1.695.137	800.222

PASİFLER (KAYNAKLAR)	1995	1994	1993	1992
I.K.V. YABANCI KAYNAKLAR	3.848.165	2.003.713	575.616	201.358
A. Finansal Borçlar	3.023.300	1.489.569	414.213	118.957
1. Banka Kredileri	2.730.186	1.183.176	360.655	98.328
2. U.V.Y. Kr.Anap. Tak. Faiz Öd.	293.114	306.393	53.558	20.629
B. Ticari Borçlar	644.288	329.014	105.571	63.056
1. Satıcılar	643.824	325.200	101.380	62.512
2. Borç Senetleri		3.254	1.001	231
3. Borç Senetleri Reskontu (-)	387	241	133	16
4. Alınan Dep. ve Teminatlar	851	801	1	174
5. Diğer Ticari Borçlar			3.322	155
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	29.124	30.698	20.809	5.658
1. Ortaklara Borçlar	773	788	239	33
2. İştiraklere Borçlar				
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar				
4. Ödenecek Giderler	6.031	3.929	2.111	1.233
5. Öd. Vergi Harç ve Diğer Kes.	16.541	14.198	18.459	4.331
6. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	5.779	11.783		61
D. Borç ve Gider Karşılıkları	151.453	154.432	35.023	13.687
1. Vergi Karşılıkları	18.459	48.046	16.286	5.841
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	132.994	106.386	18.737	7.845
II.U. V. YABANCI KAYNAKALR	889.811	645.711	197.276	79.352
A. Finansal Borçlar	778.914	600.514	168.248	59.034
1. Banka Kredileri	776.726	595.827	168.248	59.034
2. Çıkarılmış Tahviller				
3. Çıkarılmış Diğer Men. Kıy.				

4. Diğer Finansal Borçlar	2.188	4.687		
B. Borç ve Gider Karşılıkları	110.897	45.197	29.028	20.318
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	110.897	45.197	29.028	20.318
2. Diğer Brç ve Gider Karşılıkları				
III.ÖZKAYNAKLAR	3.844.558	1.839.502	922.245	519.512
A. Sermaye	1.73.407	886.704	479.299	281.941
B. Sermaye Taahhütleri (-)				
C. Emisyon Primi	5.117	3.776	635	
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	1.992.089	818.997	324.853	197.437
1. Duran Var. Değer Artışı	1.988.014	814.922	320.778	197.427
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	4.075	4.075	4.075	
E. Yedekler	43.479	12.545	11.940	930
1. Yasal Yedekler	20.631	11.676	2.552	251
2. Statü Yedekleri				
3. Özel Yedekler	2.155			679
4. Olağanüstü Yedekler	20.693	869	9.388	
F. Net Dönem Kârı	30.466	117.480	105.518	39.204
G. Dönem Zararı (-)				
H. Geçmiş Yıl Zararları (-)				
TOPLAM PASİFLER	<u>8.582.534</u>	<u>4.488.926</u>	<u>1.695.137</u>	<u>800.222</u>
	-	-	-	-

GELLİR TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
A.BRÜT SATIŞLAR	6.117.386	3.352.450	1.203.004	717.909
1. Yurtiçi Satışlar	2.508.493	1.272.445	564.017	313.892

2. Yurtdışı Satışlar	3.585.116	1.751.223	553.911	404.017
3. Diğer Satışlar	23.777	328.782	85.076	
B.SATIŞLARDAN İNDİRİMLER (-)	832.710	452.340	138.689	90.694
1. Satıştan İadeler				
2. Satış İskontoları			1.452	2.245
3. Diğer İndirimler	832.710	452.340	137.237	88.449
C.NET SATIŞLAR	5.284.676	2.900.110	1.064.315	627.215
D.SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	4.025.999	1.810.979	788.480	479.195
BRÜT SATIŞ KARI veya ZARARI	1.258.677	1.089.131	275.835	148.020
E.FAALİYET GİDERLERİ (-)	169.687	73.318	54.331	29.224
1. Ar. ve Geliştirme Gid.				
2. Paz.Satış ve Dağıtım Gid.	19.495	7.675	3.622	1.916
3. Genel Yönetim Giderleri	150.192	65.643	50.709	27.308
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	1.088.990	1.015.813	221.504	118.796
F.DİĞ. FAAL. GELİR ve KARLAR	505.583	176.299	1.285	518
1. İştiraklerden Temettü Gel.				
2. Bağ. Ortak. Temettü Gelirleri				
3. Faiz ve Diğer Temettü Gel.	16.958	5.233	290	156
4. Faal. İlgili Diğ. Gel. Ve K.	488.625	171.066	995	362
G.DİĞ. FAAL. GİDER ve ZARARL. (-)	395.980	149.480	279	181
H.FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	1.192.625	856.960	109.439	86.177
1.Kısa Vadeli Borçlanma Gid.	1.156.641	829.971	106.065	80.331
2. Uzun Vadeli Borçlanma Gid.	35.984	26.989	3.374	5.846
FAALİYET KARI veya ZARARI	5.968	185.672	113.071	32.956
I.OLAĞANÜSTÜ GELİR ve KARLAR	74.360	42.996	37.302	19.959
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	331	1.890	7.823	1.170
2. Önceki Dönem Gel. ve K.	68.791	32.517	19.685	3.107
3. Diğer Olağanüstü Gel. ve K.	5.238	8.589	9.794	15.682
J.OLAĞANÜSTÜ GİD. ve ZAR. (-)	31.403	63.142	28.569	7.870
1. Çalışmayan Kısım Gid. ve Zar.		17.669		2.409
2. Önceki Dönem Gider ve Zar.	31.368	12.163	21.955	2.006
3. Diğ. Olağanüstü Gid. ve Zar.	35	33.310	6.614	3.455
DÖNEM KARI veya ZARARI	48.925	165.526	121.804	45.045
K.ÖDEN. VER. ve DİĞ. YAS. YÜK.(-)	18.459	48.046	16.286	5.841
NET DÖNEM KARI veya ZARARI	30.466	117.488	105.518	39.204

FON AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
A.FON KAYNAKLARI	2.937.630	2.444.138	769.394	172.709

1.Faaliyet Kârından Sağlanan Kayn.	745.128	555.648	265.517	113.424
a.Faaliyet Kârı	5.968	185.672	113.071	32.955
b.Amortismanlar (+)	645.235	264.268	115.876	66.744
c.Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.	103.514	105.708	27.703	13.741
d.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)	9.589		133	16
2.Olağanüstü Kârdan Sağlanan Kay.	74.029	41.106	21.985	13.329
a.Olağanüstü Kâr	74.360	42.996	8.733	12.090
b. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.			21.075	2.409
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)	331	1.890	7.823	1.170
3.Dönen Değerlerin Tutarında Azalış				
4.Duran Değerlerin Tutarında Azalış				
5.Kısa Vadeli Borçlarda Artış	1.847.576	1.308.928	352.850	20.733
6.Uzun Vadeli Borçlarda Artış	178.731	432.266	109.214	25.223
7.Sermaye Artırımı (Nakit Karşılığı)	88.670	103.049	28.194	
8.Hisse Senedi İhraç Primleri	3.496	3.141	634	
9.Diğer Kaynaklar	2.937.630	2.444.138	769.394	172.709
B.FON KULLANIMLARI	2.937.630	2.444.138	769.394	172.709
1.Faaliyet Zarar. Dolayı Fon Kullanımı				
a.Faaliyet Zararı				
b.Amortismanlar				
c. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.				
d.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)				
2.Olağanüstü Zarar Ned. Fon Kullanımı	22.119	45.473		
a.Olağanüstü Zararlar	22.119	45.473		
b.Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.				
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)				
3.Ödenen Vergi ve Benzerleri	48.075	16.286	5.841	1.006
4.Ödenen Temettüleri	88.670	105.153	27.988	2.316
5.Dönen Değerlerin Tutarında Artış	775.551	776.353	157.249	54.970
6.Duran Değerlerin Tutarında Artış	2.003.215	1.500.873	578.316	114.417
7.Kısa Vadeli Borçlarda Azalış				
8.Uzun Vadeli Borçlarda Azalış				
9.Sermayede Azalış				

NAKİT AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
A.DÖNEM BAŞI NAKİT MEVCUDU	517	2.513	2.832	1.364

B.DÖNEM İÇİ NAKİT GİRİŞLERİ	8.768.840	3.501.393	1.318.623	648.998
1.Satışlardan Elde Edilen Nakit	4.889.797	2.359.101	1.001.566	629.706
a.Net Satış Hasılatı	5.284.677	2.900.110	1.064.314	627.215
b.Alacaklardaki Azalışlar				2.491
c.Alacaklardaki Artılar (-)	394.880	541.009	62.748	
2.Diğer Faal.Gel. ve Kârl. Sağ. Nakit.	432.209	176.058	1.152	502
3.Olağanüstü Gelir ve Kârl. Sağ. Nakit.	74.029	40.827	29.479	18.709
4.Kısa Vadeli Borçlardaki Artış	3.166.257	795.178	229.518	
a.Menkul Kıymet Artışlarından				
b.Diğer Artışlar	3.166.257	795.178	229.518	
5.Uzun Vadeli Borçlardaki Artış	114.382	24.039	28.079	
b.Diğer Artışlar	114.382	24.039	28.079	
6.Sermaye Artışından Sağlanan Nakitler	88.670	103.049	28.829	
7.Diğer Nakit Girişleri	3.496	3.141		
C.DÖNEM İÇİ NAKİT ÇIKIŞLARI	8.767.561	3.503.389	1.318.943	647.529
1.Maliyetlerden Kaynak. Nakit Çıkış.	3.501.621	1.582.884	697.637	435.876
a.Satışların Maliyeti	4.025.999	1.810.979	788.480	479.195
b.Stoklardaki Artış	296.468	201.085	67.665	50.064
d.Borçlardaki Artış (-)	315.420	223.550	42.632	27.228
e.Amort. Karşl. Nakit Çık.Gerk.Gid.(-)	505.426	205.630	115.876	66.155
2.Faaliyet Gider. Dolayı Nakit Çıkış.	98.223	53.424	37.978	18.279
b.Pazarlama Satış ve Dağıtım Gider.	19.495	7.675	3.130	1.916
c.Genel Yönetim Giderleri	150.192	65.644	51.201	27.308
d.Amort. Nakit Çıkışı Gerkt. Gid. (-)	71.464	19.895	16.353	10.945
3.Diğer Faal.Gid. ve Zar. Dol. Na. Çık.	250.730	92.640		
a.Diğer Faal. İlgili Gider ve Zararlar	395.980	149.480	278	181
b.Nakit Çık. Grktrm. Gid. Ve Zar.(-)	145.250	56.840	278	181
4.Finansal Giderl. Dolayı Nakit Çıkışı	527.138	479.004	35.054	28.757
5.Olağ. Gid. Ve Zar. Dolayı Nakit Çık.	22.119	45.340	7.494	5.461
a.Olağanüstü Giderler ve Zararlar	31.403	63.142	28.569	7.869
b.Nakit Çıkışı Grktrm. Gid. Ve Zar.(-)	9.284	17.802	21.075	2.408
6.Dur. Değer Yat. Ned. Olan Nakit Çık.	1.568.041	1.090.736	497.181	86.024
7.Kısa Vadeli Borç Anapara Ödemeleri	2.272.981			64.401
b.Diğer Ödemeler	2.272.981			64.401
8.Uzun Vadeli Borç Anapara Ödemeleri	370.668			3.170
b.Diğer Ödemeler	370.668			3.170
9.Ödenen Vergi ve Benzerleri	48.075	16.286	5.841	1.006
10.Ödenen Temettümler	88.670	105.153	27.988	2.316
11.Diğer Nakit Çıkışları	19.295	37.922	9.770	2.239
D.DÖNEM SONU NAKİT MEVCUDU	1.796	517	2.512	2.833
E.NAKİT ARTIŞ VEYA AZALIŞI	1.279	-1.996	-320	1.469

EK-II: AÇİMENTO A.Ş.'nin FİNANSAL TABLOLARI
BİLANÇO (MİLYON TL)

A K T İ F L E R	1995	1994	1993	1992
-----------------	------	------	------	------

I.DÖNEN DEĞERLER	3.425.208	1.243.456	518.790	218.744
A.Hazır Değerler	48.602	12.986	13.064	7.934
1. Kasa	219	128	42	62
2. Bankalar	48.383	12.858	13.022	7.872
B.Menkul Kıymetler	1.800.270	283.158	64.522	
1. Kamu Kesimi Tahvil Senet vb.	1.800.270	283.158	64.522	
C.Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	733.595	383.128	229.348	86.317
1. Alıcılar	468.093	380.980	227.332	82.370
2. Alacak Senetleri	265.155			
3. Alacak Senetleri Reeskontu (-)	9.151			
4. Verilen Depozito ve Teminatlar	617	245	144	235
5. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alac.	8.881	1.903	1.872	3.712
D.Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	61.077	31.689	6.390	2.016
1. Bağlı Ortaklardan Alacaklar	37.270			
2. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	37.270	31.689	6.390	2.016
E.Stoklar	730.504	452.429	204.210	121.507
1. İlk Madde ve Malzeme	577.715	232.186	146.292	78.788
2. Yarı Mamuller	18.568	16.419	7.469	4.916
3. Ara Mamuller	71.132	54.379	30.938	21.468
4. Mamuller	38.919	38.833	10.507	10.184
5. Emtia		85		
6. Diğer Stoklar	10.647	2.560	474	170
7. Verilen Sipariş Avansları	13.523	16.967	8.530	5.981
F.Diğer Dönen Değerler	51.160	80.066	1.256	970
II.DURAN DEĞERLER	1.448.767	1.045.377	531.565	395.405
A.Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	604	671	4.786	7.854
1. Verilen Depozito ve Teminatlar	604	671	4.786	7.854
2. Diğer Uzun Vadeli Ticari Al.	785	502	502	502
3. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	785	502	502	502
C.Finansal Duran Değerler	358.006	212.093	112.810	101.906
1. İştirakler	28.118	212.243	114.460	102.051
2. İştiraklere Sermaye Taahhüt. (-)		150	1.650	145
3. Bağlı Ortaklıklar	134.000			
4. Diğer Finansal Duran Değerler	195.888			
D.Maddi Duran Değerler	1.019.565	699.320	394.754	282.174
1. Arazi ve Arsalar	12.385	5.648	5.648	5.648
2. Yerüstü ve Yer altı Düzenleri	227.610	131.692	62.523	39.429
3. Binalar	516.103	334.179	165.930	91.945
4. Makine Tesis ve Cihazlar	2.132.256	1.551.747	869.270	554.955
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	38.298	24.906	13.989	8.510
6. Döşeme ve Demirbaşlar	20.114	12.418	5.625	3.454
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	5.564	2.839	1.665	1.198
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	1.955.752	1.503.651	770.549	461.837
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	18.899	139.542	36.814	37.511
10. Verilen Sipariş Avansları	4.058		3.839	911
E.Maddi Olmayan Duran Değerler	58.325	123.170	15.931	2.079
1. Araştırma ve Geliştirme Gider.				
2. Diğer Maddi Olm. Dur. Değ.	58.325	123.170	15.931	2.079

E.Diğer Duran Değerler	12.267	10.123	3.284	1.392
TOPLAM AKTİFLER	4.873.975	2.288.833	1.050.355	614.148

P A S İ F L E R	1995	1994	1993	1992
I.K.V.YABANCI KAYNAKLAR	1.366.873	812.282	389.470	203.774
A.Finansal Borçlar	513.484	342.472	100.205	86.736
1. Banka Kredileri	510.092	340.815	98.315	83.343
2. U.V.K. Anapara Taksit ve Faiz.	3.392	934	934	2.850
3.Diğer Finansal Borçlar		723	956	543
B.Ticari Borçlar	394.404	164.848	185.803	85.947
1. Satıcılar	272.245	137.458	167.733	77.802
2. Borç Senetleri	100	656		
3. Borç Senetleri Reeskontu (-)	9	37		
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	9.755	2.708	3.821	3.451
5. Diğer Ticari Borçlar	67.313	24.063	14.249	4.694
C.Diğer Ticari Borçlar	81.205	56.917	21.130	9.554
1. Ortaklara Borçlar	940	630	587	587
2. Ödenecek Borçlar	7.143	5.025	2.430	1.529
3. Öd.. Vergi Harç ve Diğer Kes.	31.619	30.710	14.032	6.270
4. Ert. ve Taksit Bağ. Devlet Alac.	33.730	10.227	2.620	
5. Kısa Vadeli Yabancı Borçlar	7.773	10.325	1.461	1.198
6. Alınan Sipariş Avansları	73.328	126.953	36	12
D.Borç ve Gider Karşılıkları	349.452	121.092	82.296	21.525
1. Vergi Karşılığı	349.452	121.092	82.296	21.525
II.U.V.YABANCI KAYNAKLAR	183.528	84.279	56.856	33.851
A.Finansal Borçlar	7.042	6.578	3.769	2.739
1. Banka Kredileri	7.042	3.318	934	1.868
2. Diğer Finansal Borçlar		3.260	2.835	871
E.Borç ve Gider Karşılıkları	176.486	77.701	53.087	31.112
1. Kıdem Tazminatı Karşılığı	176.486	77.701	53.087	31.112
III. ÖZ SERMAYE	3.323.574	1.392.272	604.029	376.523
A.Sermaye	253.969	84.656	84.656	84.656
C.Emisyon Primler	5.498	1.247	1.247	1.247
D.Yeniden Değerleme Artışı	922.326	702.645	292.282	151.640
1. Duran Değerlerdeki Değer Artışı	837.379	637.167	268.602	130.420
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	84.947	65.478	23.680	21.221
E.Yedekler	1.853.768	161.308	94.810	51.480
1. Yasal Yedekler	58.810	33.687	21.276	11.333
2. Statü Yedekleri	35	35	35	35
3. Özel Yedekler	6.495	6.495	3.893	3.363
4. Olağanüstü Yedekler	310.252	121.091	69.606	36.749
5. Maliyet Artış Fonu	1.478.176			
F.Net Dönem Kârı /Zararı	288.013	442.416	131.034	87.500
TOPLAM PASİFLER	4.873.975	2.288.833	1.050.355	614.148

GELİR TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
A.BRÜT SATIŞLAR	5.520.976	3.536.091	1.883.067	983.946

1. Yurtiçi Satışlar	5.208.939	3.174.919	1.852.465	963.544
2. Yurtdışı Satışlar	312.037	361.172	30.602	20.402
B.SATIŞLARDAN İNDİRİMLER (-)	558.473	256.279	112.612	65.106
1. Satıştan İadeler				
2. Satış İskontoları	558.473	256.279	112.612	65.106
C.NET SATIŞLAR	4.962.503	3.279.812	1.770.455	918.840
D.SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	4.039.681	2.483.323	1.283.198	621.224
BRÜT SATIŞ KARI veya ZARARI	922.822	796.489	487.157	297.616
E.FAALİYET GIDERLERİ	393.269	199.828	111.714	87.016
1. Araştırma ve Geliştirme Gid.				
2. Paz. Satış ve Dağıtım Giderleri	5.653	14.035	3.893	2.747
3. Genel Yönetim Giderleri	387.616	185.793	107.821	84.269
ESAS FAALİYET KARI veya ZARARI	529.553	596.661	375.443	210.600
F.DİĞ. FAAL. GELİR ve KARLAR	471.681	159.000	28.611	34.190
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	96.311	86.597	21.318	27.118
2. Bağlı Ortak. Temettü Gelirleri	11.256			
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	50.339	22.627	105	52
4. Faaliyetlerle İlgili Diğ. Gel. Kâr.	313.775	49.778	7.188	7.020
G.DİĞER FAAL. GİD.ve ZARARLAR (-)	240.995	147.230	10.727	12.179
H.FİNANSMAN GİDELERİ	300.357	135.330	101.468	52.718
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	298.676	133.356	98.928	48.412
2. Uzun Vadeli Borçlanma Gid.	1.681	1.974	2.540	4.306
FAALİYET KARI veya ZARARI	459.882	473.101	291.859	179.892
I.OLAĞANÜSTÜ GELİR ve KARLAR	306.479	176.523	23.054	12.607
2. Önceki Dönem Gelir ve Kârları	5	1		3
3. Diğer Olağanüstü Gelir ve Kârlar	306.492	176.522	23.054	12.604
J.OLAĞANÜSTÜ GİD. Ve ZAR. (-)	128.914	86.116	101.583	83.474
1. Çalışmayan Kıs. Gid. ve Zar.	42.367	22.861	80.770	77.877
2. Önceki Dönem Gider ve Zar.	34.224			
3. Diğer Olağanüstü Gid. ve Zar.	52.323	63.255	20.813	5.597
DÖNEM KARI veya ZARARI	637.465	563.508	213.330	109.025
K.ÖD. VER. ve DİĞ. YASAL YÜKÜM. (-)	349.452	121.092	82.296	21.525
NET DÖNEM KARI veya ZARARI	288.013	442.416	131.034	87.500

FON AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
A.FON KAYNAKLARI	1.841.711	1.364.658	713.201	442.719

1.Faaliyet Kârından Sağlanan Kaynaklar	871.926	713.738	478.539	312.503
a.Faaliyet Kârı	459.883	473.101	291.859	179.892
b.Amortismanlar (+)	412.043	240.637	186.680	132.611
2.Olağanüstü Kârdan Sağlanan Kaynaklar	168.502	175.537	22.930	14.522
a.Olağanüstü Kâr	306.498	175.537	23.053	12.607
b. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.			-123	-137
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)	137.996			-2.052
3.Dönen Değerlerin Tutarında Azalış	28.906	78		4.394
4.Duran Değerlerin Tutarında Azalış	64.912	4.115	3.068	262
5.Kısa Vadeli Borçlarda Artış	608.217	443.767	185.658	96.350
6.Uzun Vadeli Borçlarda Artış	99.248	27.423	23.006	14.688
B.FON KULLANIMLARI	1.841.711	1.364.658	713.201	442.719
1.Faaliyet Zararlı Dolayı Fon Kullanımı			101.582	83.474
a.Faaliyet Zararı			101.582	83.474
b.Amortismanlar				
c. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğ. Gid.				
d.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)				
2.Olağanüstü Zarar Ned. Fon Kullanımı	128.915	86.116		
a.Olağanüstü Zararlar	128.915	86.116		
b.Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Gid.				
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)				
3.Ödenen Vergi ve Benzerleri	121.092	82.295	82.296	21.525
4.Ödenen Temettüleri	230.407	104.318	44.663	26.715
5.Dönen Değerlerin Tutarında Artış	744.388	724.745	300.047	105.683
6.Duran Değerlerin Tutarında Artış	563.284	346.229	184.613	202.242
7.Kısa Vadeli Borçlarda Azalış	53.625	20.955		
8.Uzun Vadeli Borçlarda Azalış				3.079

NAKİT AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	1995	1994	1993	1992
-----------------	------	------	------	------

A.DÖNEM BAŞI NAKİT MEVCUDU	12.986	13.064	7.934	1.943
B.DÖNEM İÇİ NAKİT GİRİŞLERİ	5.684.831	3.771.147	1.730.207	995.443
1.Satışlardan Elde Edilen Nakit	4.612.036	3.126.032	1.627.423	878.552
a.Net Satış Hasılatı	4.962.503	3.279.812	1.770.455	918.840
b.Alacaklardaki Azalışlar				
c.Alacaklardaki Artılar (-)	350.467	153.780	143.032	40.288
2.Diğer Faal.Gel. ve Kârlardan Sağ. Nak.	471.681	159.000	28.611	34.190
3.Olağanüstü Gelir ve Kâr. Sağ. Nakitler	306.498	176.523	23.053	12.607
4.Kısa Vadeli Borçlardaki Artış	195.301	278.053	25.046	50.750
a.Menkul Kıymet Artışlarından				
b.Diğer Artışlar	195.301	278.053	25.046	50.750
5.Uzun Vadeli Borçlardaki Artış	99.248	27.424	23.006	
a.Menkul Kıymet Artışlarından				
b.Diğer Artışlar	99.248	27.424	23.006	
6.Sermaye Artışından Sağlanan Nakitler				
7.Diğer Nakit Girişleri	67	4.115	3.068	19.344
8.Hisse Senedi İhraç Priminden Sağ. Nak.				
C.DÖNEM İÇİ NAKİT ÇIKIŞLARI	5.649.215	3.771.225	1.725.077	989.452
1.Maliyetlerden Kaynaklanan Nakit Çıkış.	3.774.812	2.384.944	1.079.442	517.972
a.Satışların Maliyeti	4.039.681	2.483.323	1.283.298	621.224
b.Stoklardaki Artış	278.075	248.220	82.703	58.066
c.Borçlardaki Azalış		20.955		
d.Borçlardaki Artış (-)	130.931	126.917	99.879	28.707
e.Amort. Karşl. Nakit Çık. Gerkt. Gid.(-)	412.013	240.637	186.680	132.611
2.Faaliyet Giderlerinden Dolayı Nak. Çık.	393.269	199.828	111.714	87.016
b.Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	5.653	14.035	3.893	2.747
c.Genel Yönetim Giderleri	387.616	185.793	107.821	84.269
d.Amort. ve Nakit Çıkışı Gerkt. Gid.(-)				
3.Diğ. Faal.Gid. ve Zar. Dolayı Nak. Çık.	240.994	147.230	10.727	12.179
a.Diğ. Faaliyetlerle İlgili Gider ve Zarar.	240.994	147.230	10.727	12.179
b.Nakit Çıkışı Gerektirm. Gid. Ve Zar.(-)				
4.Finansal Giderlerden Dolayı Nakit Çık.	300.358	135.330	101.468	52.718
5.Olağanüstü Gid. Ve Zar. Dol. Nak. Çık.	128.914	86.116	101.583	83.474
a.Olağanüstü Giderler ve Zararlar	128.914	86.116	101.583	83.474
6.Du. Değ. Yat. Ned. Olan Nak. Çık.	181.633	340.375	182.845	200.288
8.Uzun Vadeli Borç Anapara Ödemeleri				3.079
a.Menkul Kıymetler Anapara Ödemeleri				3.079
9.Ödenen Vergi ve Benzerleri	121.092	82.296	21.562	26.715
10.Ödenen Temettümler	230.406	104.318	44.662	6.011
11.Diğer Nakit Çıkışları	277.737	290.788	71.074	7.934
D.DÖNEM SONU NAKİT MEVCUDU	48.602	12.986	13.064	5.991
E.NAKİT ARTIŞ VEYA AZALIŞI	35.616	-78	5.130	2.833

EK III. AKÇANSA A.Ş. FİNANSAL TABLOLARI
BİLANÇO(MİLYON TL)

K A L E M L E R	2000	1999	1998	1997
AKTİFLER				
I.DÖNEN DEĞERLER	51.592.192	51.857.796	43.990.557	12.898.657
A.Hazır Değerler	3.592.889	17.250.757	13.323.742	2.376.538
1. Kasa	3.672	1.185	7.975	2.449
2. Bankalar	1.982.128	17.249.572	13.315.767	2.374.089
3. Diğer Hazır Değerler	1.607.089			
B.Menkul Kıymetler	3.796.322	1.727.308	8.249.774	109.757
1. Kamu Kesimi Tahvil Senet vb.	3.796.322	1.727.308	8.237.448	95.425
2. Diğer Menkul Kıymetler			12.326	14.332
C.Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	22.962.060	13.698.116	11.432.904	3.606.684
1. Alıcılar	13.638.440	7.132.666	6.006.811	2.385.131
2. Alacak Senetleri	11.249.565	6.423.290	5.759.641	1.218.018
3. Alacak Senetleri Reeskontu (-)	492.106	315.733	364.587	57.364
4. Verilen Depozito ve Teminatlar	402	229		
5. Diğer K. Vadeli Ticari Alacaklar	89.397	1.832.434	256.120	61.930
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	1.523.638	1.374.770	224.811	1.031
D.Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	6.457.023	5.762.707	3.172.143	1.270.416
1. İştiraklerden Alacaklar		3.407		
2. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	5.728.363	5.312.218	2.626.526	998.364
3. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	729.373	447.082	545.617	272.052
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	713			
E.Stoklar	12.023.166	8.421.466	7.204.519	4.949.716
1. İlk Madde ve Malzeme	9.519.765	5.509.660	5.017.218	3.612.917
2. Yarı Mamuller	470.329	355.378	199.066	52.553
3. Ara Mamuller	761.015	1.630.452	1.040.911	565.238
4. Mamuller	957.445	782.574	522.099	214.797
6. Diğer Stoklar	149.844	9.356	15.619	133
7. Verilen Sipariş Avansları	164.768	134.046	409.606	504.078
F.Diğer Dönen Değerler	2.760.732	4.997.442	607.475	585.546
II.DURAN DEĞERLER	75.438.561	52.813.515	34.296.619	24.706.508
A.Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	47.077	40.295	28.801	17.660
1. Verilen Depozito ve Teminatlar	47.077	40.295	28.801	17.660
2. Diğ. U. Vadeli Ticari Alacaklar	318.086	341.526	286.309	85.455
C.Finansal Duran Değerler	13.587.006	9.406.080	5.098.497	7.011.005
1. İştirakler	11.629.064	7.482.798	3.411.207	1.883.638
2. İştiraklere Serm.Taahhütleri (-)	18.186	21.419	15.600	2.869
3. Bağlı Ortaklıklar	1.911.600	1.911.600	1.702.890	5.130.236
4. Bağlı Ortaklıklara Ser. Taahh.(-)		28.064		
4. Diğer Finansal Duran Değerler	64.528	61.165		
D.Maddi Duran Değerler	61.054.237	42.520.462	28.390.931	17.493.901
1. Arazi ve Arsalar	940.924	641.718	584.383	330.135
2. Yerüstü ve Yer altı Düzenleri	14.187.120	9.696.212	6.302.772	3.298.214
3. Binalar	27.520.421	17.640.253	11.211.755	6.390.553
4. Makine Tesis ve Cihazlar	81.168.635	60.097.985	41.983.991	23.901.975
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	9.252.750	5.820.789	3.559.517	909.948
6. Döşeme ve Demirbaşlar	3.007.086	1.897.079	1.241.850	647.746
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.405.443	1.737.418	515.443	189.603

8. Birikmiş Amortismanlar (-)	82.489.997	56.801.791	38.464.290	18.565.639
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	3.587.934	1.424.549	1.329.898	345.865
10. Verilen Sipariş Avansları	473.921	366.250	125.612	45.501
E.Maddi Olmayan Duran Değerler	130.060	127.925	86.289	44.211
1. Haklar	73.897	65.923		
2. Diğer Maddi Olm. Duran Değ.	56.166	62.002	162.544	80.477
3. Bağ.Ortk.Mdi Olm. Dur. Değ.(-)			76.255	36.266
F. Diğer Duran Değerler	302.095	377.227	405.792	54.276
TOPLAM AKTİFLER	<u>127.030.753</u>	<u>104.671.311</u>	<u>78.287.176</u>	<u>37.605.165</u>

P A S İ F L E R	2000	1999	1998	1997
I.K.V. YABANCI KAYNAKLAR	28.758.780	25.588.134	16.852.236	10.272.675
A.Finansal Borçlar	12.858.098	11.734.342	7.835.281	4.099.889
1. Banka Kredileri	11.475.068	10.626.838	7.192.560	3.511.463
2. U.V.K. Anp. Taksit ve Faizleri	1.383.030	1.107.504	642.721	588.114
3. Diğer Finansal Borçlar				312
B.Ticari Borçlar	11.696.778	5.603.698	3.076.365	1.669.260
1. Satıcılar	11.292.670	5.596.636	3.028.522	1.665.524
2. Borç Senetleri			21.866	2.600
3. Borç Senetleri Reeskontu (-)			2.336	49
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	307.709	7.062	28.313	1.185
5. Diğer Ticari Borçlar	96.399			
C.Diğer Kısa Vadeli Ticari Borçlar	<u>1.578.514</u>	1.640.457	641.689	1.865.466
1. Ortaklara Borçlar	66.645	37.789	16.679	6.494
2. İştiraklere Borçlar		8.825		
3. Ödenecek Borçlar	171.263	126.857	55.574	24.368
3. Öd. Vergi Harç ve Diğer Kes.	955.785	970.603	283.367	139.907
4. Ert.lnen ve Tak. Bağ. Dev. Alac.				
5. Kısa Vadeli Yabancı Borçlar				
7. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	384.821	496.383	286.069	1.694.697
D.Alınan Sipariş Avansları	248.610	548.824	400.786	
E.Borç ve Gider Karşılıkları	2.376.780	6.060.813	4.898.115	2.638.060
1. Vergi Karşılığı	1.607.265	5.537.520	4.541.047	2.430.590
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	769.515	523.293	357.068	207.470
II.U.V.YABANCI KAYNAKLAR	5.594.823	4.313.729	3.307.910	2.236.128
A.Finansal Borçlar	207	1.106.983	1.283.261	1.262.696
1. Banka Kredileri	207	1.106.983	1.283.261	1.262.696
2. Diğer Finansal Borçlar				
E.Borç ve Gider Karşılıkları	5.594.616	3.206.746	2.024.649	973.432
1. Kıdem Tazminatı Karşılığı	5.594.616	3.206.746	2.024.649	973.432
III. ÖZ SERMAYE	92.677.150	74.769.448	58.127.030	25.096.362
A.Sermaye	38.051.573	38.051.573	19.025.787	3.805.157
B:Sermaye Taahhütleri (-)				
C.Emisyon Primler			10.616	10.616
D.Yeniden Değerleme Artışı	47.531.270	22.912.946	12.480.624	15.260.590
1. Dur. Değerlerdeki Değer Artışı	42.116.930	21.649.346	12.420.861	13.955.806

2. İştiraklerdeki Değer Srtışı	5.414.340	1.263.600	59.763	1.304.790
E.Yedekler	4.562.326	2.651.092	17.286.044	1.315.820
1. Yasal Yedekler	3.900.276	2.476.478	1.219.633	430.608
2. Statü Yedekleri	35	35	35	35
3. Özel Yedekler	501.371	118.985	84.167	102.193
4. Olağanüstü Yedekler	39.957	7.449	501.939	641.851
5. Maliyet Artış Fonu	120.687	48.145	281.601	141.133
6.Ser Eks. İşt.His. G.Men.Sat Kaz.			15.198.669	
F.Net Dönem Kârı	2.531.981	11.153.837	9.585.612	4.704.173
1. Akçansa A.Ş.Net Dönem Kârı			9.585.612	4.704.173
G. Dönem Zararı (-)			201.134	
1. Betonsa Net Dönem Zararı			201.134	
H. Geçmiş Yıl Zararları (-)			60.519	
1. Betonsa A.Ş. G.Y. Zararı			60.519	
TOPLAM PASİFLER	<u>127.030.753</u>	<u>104.671.311</u>	<u>78.287.176</u>	<u>37.605.165</u>

GELİR TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	2000	1999	1998	1997
A.BRÜT SATIŞLAR	125.038.364	93.373.317	70.337.101	35.011.242
1. Yurtiçi Satışlar	91.313.947	72.474.861	57.370.019	25.517.263
2. Yurtdışı Satışlar	30.110.141	17.997.214	12.292.896	9.355.154
3. Diğer Satışlar	3.614.276	2.901.242	674.186	138.825
B.SATIŞLARDAN İNDİRİMLER (-)	6.713.231	4.588.239	3.037.217	1.814.037
1. Satıştan İadeler				
2. Satış İskontoları	4.189.011	2.920.920	1.574.061	870.929
3. Diğer İndirimler	2.524.220	1.667.319	1.463.156	943.108
C.NET SATIŞLAR	118.325.133	88.785.078	67.299.884	33.197.205
D.SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	106.909.699	71.267.184	48.550.845	22.795.617
BRÜT SATIŞ KARI veya ZARARI	11.415.434	17.517.894	18.749.039	10.401.588
E.FAALİYET GİDERLERİ	11.048.210	6.575.071	3.995.485	2.021.879
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri				
2. Paz. Satış ve Dağıtım Giderleri	1.570.678	1.030.747	478.878	197.274
3. Genel Yönetim Giderleri	9.477.532	5.544.324	3.516.607	1.824.605
ESAS FAALİYET KARI veya ZARARI	367.224	10.942.823	14.753.554	8.379.709
F.DİĞ. FAAL. GELİR ve KARLAR	12.478.541	17.092.717	5.384.638	1.571.513
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	1.240.059	803.383	1.594.406	680.399
2. Bağ. Ortaklık. Temettü Gelirleri	222	1.517	495	8.826
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	3.468.286	7.077.242	1.379.402	206.180
4. Faaliyetlerle İlgili Diğ. Gel. Kâr.	7.769.974	9.210.575	2.410.335	676.108
G.DİĞER FAAL. GİD.ve ZARARLAR (-)	6.264.817	6.520.321	2.051.875	731.557
H.FİNANSMAN GİDELERİ (-)	2.398.774	3.519.680	3.003.441	1.705.094
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	1.742.313	2.115.808	1.994.942	1.565.645
2. Uzun Vadeli Borçlanma Gid.	656.461	1.403.872	1.008.499	139.449
FAALİYET KARI veya ZARARI	4.182.174	17.995.539	15.082.876	7.514.571
I.OLAĞANÜSTÜ GELİR ve KARLAR	1.756.714	1.191.668	951.922	294.429
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	1.301.858	719.643		
2. Önceki Dönem Gelir ve Kârları	96.919	341.746	790.075	69.518
3. Diğer Olağanüstü Gelir ve Kârlar	357.937	130.279	161.847	224.911
J.OLAĞANÜSTÜ GİD. Ve ZARAR.(-)	1.799.642	3.116.847	983.337	590.954
1. Çalışmayan Kıs. Gider ve Zar.	892.509	1.765.873	432.969	234.448
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları	195.395	72.316	6.345	47.863
3. Diğer Olağanüstü Gider ve Zar.	711.738	1.278.680	544.023	308.643
DÖNEM KARI veya ZARARI	4.139.246	16.070.360	15.051.461	7.218.046
K.ÖDEN. VER. ve DİĞ. YAS. YÜK. (-)	1.607.265	4.916.523	5.465.849	2.513.873
NET DÖNEM KARI veya ZARARI	2.531.981	11.153.837	9.585.612	4.704.173

FON AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	2000	1999	1998	1997
A.FON KAYNAKLARI	27.279.178	38.316.709	41.967.327	16.187.013
1.Faaliyet Kârından Sağlanan Kaynaklar	17.806.659	29.551.841	22.268.478	10.931.194
a.Faaliyet Kârı	4.182.174	17.995.540	15.082.876	7.514.571
b.Amortismanlar (+)	10.379.024	9.107.144	5.508.103	2.786.950
c.Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Gid.	3.245.461	6.483.090	2.410.655	684.499
d.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)		4.033.933	733.156	54.826
2.Olağanüstü Kârdan Sağlanan Kaynaklar	2.878.583	1.191.667		11.105
a.Olağanüstü Kâr	1.756.714	1.191.667		-296.525
b. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Gid.	1.435.318			310.077
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)	313.449			2.447
3.Dönen Değerlerin Tutarında Azalış				
4.Duran Değerlerin Tutarında Azalış				
5.Kısa Vadeli Borçlarda Artış	6.593.936	7.573.201	4.321.793	4.970.688
6.Uzun Vadeli Borçlarda Artış			72.867	274.026
7.Sermaye Artırımı (Nakit Karşılığı)			15.198.669	
8.Hisse Senedi İhraç Primleri				
9.Diğ. Kay. (Şirket Bir. Özkaynak Devri)			105.520	
B.FON KULLANIMLARI	27.279.178	38.316.709	41.967.327	16.187.013
1.Faaliyet Zararlarından Dolayı Fon Kull.				
2.Olağanüstü Zararlardan Dolayı Fon Kul.	1.799.642	3.049.443	233.754	
a.Olağanüstü Zarar	1.799.642	3.116.847	31.415	
b. Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Gid.		82.965	567.101	
c.Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)		15.561	769.440	
3.Ödenen Vergi ve Benzerleri	3.201.766	3.920.050	3.314.778	1.015.553
4.Ödenen Temettüleri	9.436.791	8.561.604	4.185.673	1.522.063
5.Dönen Değerlerin Tutarında Artış	2.415.911	8.968.076	31.623.173	6.922.949
6.Duran Değerlerin Tutarında Artış	9.318.292	13.641.257	2.609.949	6.726.448
7.Kısa Vadeli Borçlarda Azalış				
8.Uzun Vadeli Borçlarda Azalış	1.106.776	176.279		
9. Sermayedeki Azalış				

NAKİT AKIM TABLOSU (MİLYON TL)

K A L E M L E R	2000	1999	1998	1997
A.DÖNEM BAŞI NAKİT MEVCUDU	17.250.757	13.323.742	2.376.538	76.095
B.DÖNEM İÇİ NAKİT GİRİŞLERİ	139.220.550	127.666.056	109.513.232	44.464.044
1.Satışlardan Elde Edilen Nakit	108.735.949	85.419.031	62.197.627	31.012.419
a.Net Satış Hasılatı	118.325.133	88.785.079	67.299.884	33.197.205
b.Alacaklardaki Azalışlar				
c.Alacaklardaki Artışlar (-)	9.589.184	3.366.048	5.102.257	2.184.786
2.Diğer Faal.Gel. ve Kârlardan Sağ.Nak.	11.760.045	12.050.513	4.374.336	1.536.351
3.Olağanüstü Gelir ve Kârlardan Sağ. Nak.	1.756.714	1.191.667	876.625	272.307
4.Kısa Vadeli Borçlardaki Artış	14.869.323	18.793.885	20.610.526	10.689.998
a.Menkul Kıymet Artışlarından				
b.Diğer Artışlar				
5.OrtaVadeli Borçlardaki Artış			52.302	828
6.Sermaye Artışından Sağlanan Nakitler				
7.Diğer Nakit Girişleri	2.098.519	10.210.960	21.401.816	952.141
C.DÖNEM İÇİ NAKİT ÇIKIŞLARI	152.878.418	123.739.041	98.566.028	42.163.601
1.Maliyetlerden Kaynaklanan Nak. Çık.	94.500.740	63.033.658	44.699.467	22.012.310
a.Satışların Maliyeti	106.909.699	71.267.184	48.550.845	22.795.617
b.Stoklardaki Artış	3.601.699	1.216.948	2.067.432	2.127.199
c.Borçlardaki Azalış				
d.Borçlardaki Artış (-)	6.093.080	2.536.158	753.930	324.223
e.Amort. Karşl. Nak. Çık. Gerkt. Gid.(-)	9.917.578	6.914.316	5.164.880	2.586.283
2.Faaliyet Giderlerinden Dolayı Nak. Çık.	8.267.942	4.979.000	2.751.878	1.403.102
a.Araştırma ve Geliştirme Giderleri				
b.Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	1.570.678	1.030.747	478.878	197.274
c.Genel Yönetim Giderleri	9.477.532	5.544.324	3.516.607	1.824.605
d. Nakit Çıkışı Gerkt. Giderler (-)	2.780.268	1.590.071	1.243.607	618.777
3.Diğer Faal.Gid. ve Zar. Dolayı Nak.Çık.	5.870.528	-393.302	691.202	375.658
a.Diğer Faaliyetlerle İlgili Gider ve Zar.	6.264.817	6.520.320	2.051.875	731.557
b.Nakit Çıkışı Gerektirm. Gid. Ve Zar.(-)	394.289	6.913.622	1.360.673	355.899
4.Finansal Giderlerden Dolayı Nakit Çık.	2.162.246	2.258.891	1.617.578	485.085
5.O.üstü Gid. Ve Zar. Dolayı Nak. Çık.	297.728	3.116.847	553.761	298.985
a.Olağanüstü Giderler ve Zararlar	1.799.642	3.116.847	983.337	590.954
b.Nakit Çıkışı Gerektirm. Gid. Ve Zar.(-)	1.501.914		429.576	291.969
6.Duran Değer Yat. Ned.Olan Nakit Çık.	9.318.292	13.653.698	5.993.182	5.168.367
7.Kısa Vadeli Borç Anapara Ödemeleri	16.429.995	19.168.379	19.105.365	8.762.867
8.Uzun Vadeli Borç Anapara Ödemeleri	1.323.376	963.639	781.867	652.943
b.Diğer Ödemeler	1.323.376	963.639	781.867	652.943
9.Ödenen Vergi ve Benzerleri	3.201.766	3.920.050	3.314.778	1.015.553
10.Ödenen Temettüleri	9.436.791	8.561.604	4.185.673	1.522.063
11.Diğer Nakit Çıkışları	2.069.014	4.476.577	14.871.277	466.668
D.DÖNEM SONU NAKİT MEVCUDU	3.592.889	17.250.757	13.323.742	2.376.538
E.NAKİT ARTIŞ VEYA AZALIŞI	-13.657.868	3.927.015	10.947.204	2.300.443

ÖZGEÇMİŞ

08.11.1969 yılında Aydın'ın Bozdoğan ilçesinde doğdu. Örtülü Köyü İlkokulu, Sığma Ortaokulu ve Denizli Lisesi'ni bitirdi. 1992 yılında İnönü Ün. İkt.İdr.Bil.Fak. İşletme Bölümünü, 1994 yılında da İnönü Ün. Sos.Bil.Enst. İşletme Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisansını tamamladı. 1993-2000 yılları arasında Dumlupınar Ün. Bilecik İkt.İdr.Bil.Fak. İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı'nda Araştırma Görevlisi olarak çalıştı. Evli ve İki çocuk babasıdır. İngilizce bilmektedir.