

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MEHMET YÜCEL

**T.C. YÜKSEK ÖĞRETİM BÜYÜK
DOKÜMAN İŞLERİ MÜDÜRLÜĞÜ**

125457

125457

**ANABİLİM DALI : İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE-FİNANSMAN**

TEZ DANIŞMANI: PROF.DR. GÜLTEKİN RODOPLU

KOCAELİ, 2001

**T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

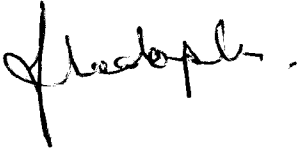
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: MEHMET YÜCEL

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarihi: 26.06.2001

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Numarası: 2001/09

Prof. Dr. Gültekin RODOPLU Prof. Dr. Vasfi HAFTACI Doc. Dr. Selman Aziz Erden



KOCAELİ, 2001

İÇİNDEKİLER.....	i
ÖZET.....	vi
ABSTRACT.....	vii
KISALTMALAR.....	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	ix
TABLolar DİZİNİ.....	x
GİRİŞ	1
1. ŞİRKETLERİN BÜYÜMESİ VE BÜYÜME TÜRLERİ	3
1.1. ŞİRKETLERİN BÜYÜMESİ	3
1.2. BÜYÜMENİN TÜRLERİ	5
1.2.1. İçsel Büyüme	5
1.2.2. Dışsal Büyüme	5
1.3. DIŞSAL BÜYÜME BİÇİMİ OLARAK ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	7
1.4. BİRLEŞME FAALİYETİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR	8
2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI	12
2.1. EKONOMİK FAALİYET ALANLARINA GÖRE ŞİRKET	
BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI	12
2.1.1. Yatay (Horizontal) Şirket Birleşmeleri	12
2.1.2. Dikey (Vertical) Şirket Birleşmeleri	13
2.1.3. Karma (Conglomerate) Şirket Birleşmeleri	13
2.1.3.1. Ürün Genişletme	14
2.1.3.2. Pazar Genişletme	14
2.1.3.3. Saf Karma Birleşmeler	14
2.2. HUKUKİ YAPILARINA GÖRE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	15
2.2.1. Biçimsel Birleşmeler	15
2.2.1.1. Tröst.....	15
2.2.1.2. Holding	16
2.2.1.3. Konsorsiyum	16
2.2.1.4. Birleşme	17
2.2.1.4.1. Devralma (Merger)	17

2.2.1.4.2. Satın Alma (Acquisition)	18
2.2.1.4.3. Konsolidasyon (Consolidation)	18
2.2.1.5. Ele Geçirme (Takeover)	18
2.2.1.6. Ortak Girişim (Joint Venture)	20
2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler	21
2.2.2.1. Centilmenlik Anlaşmaları (Gentlemen's Agreements)	21
2.2.2.2. Kartel	21
2.2.2.3. Konsern	21
2.2.2.4. Çıkar Grupları (Communities of Interest).....	22
2.2.2.5. Yönetim Kurullarının Aynı Kişilerden Oluşması Nedeni İle İşbirliği İçinde Çalışan İşletmeler (Interlocking Directories)	22
3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ	23
3.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE SİNERJİ	23
3.2. SİNERJİYİ DOĞURAN NEDENLER	24
3.2.1. Finansal Nedenler	24
3.2.2. Ölçek Ekonomileri	25
3.2.3. Çeşitlendirme	26
3.2.4. Vergi Avantajı	27
3.2.4.1. Net Faaliyet Zararı Olan Bir Firma İle Birleşme	28
3.2.4.2. Kullanılmamış Borçlanma Kapasitesi	28
3.2.4.3. Amortisman Ayırmadan Kaynaklanan Vergi Avantajı	29
3.2.4.4. Serbest Nakit Akımları Kullanılarak Birleşme	29
3.2.5. Etkin Olmayan Yönetimin Değiştirilmesi	29
3.2.6. Gelir Artışı Sağlama	30
3.2.6.1. Pazarlama Kazançları	30
3.2.6.2. Stratejik Kazançlar	30
3.2.6.3. Monopol Gücü Elde Etmek	31
3.2.7. Yeni Pazarlara Girme	31
3.2.8. Diğer Nedenler	32
4. BİRLEŞME SÜRECİ	33

4.1. BİRLEŞMELERİN PLANLANMASI	33
4.2. BİRLEŞME İÇİN ADAY ŞİRKETLERİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ	37
4.3. BİRLEŞME GÖRÜŞMELERİ	38
5. BİRLEŞMELERDE ŞİRKET DEĞERLEMESİ	42
5.1. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	43
5.1.1. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi	43
5.1.2. Hisse Senetlerini ve Borçları Değerleme Yöntemi	45
5.1.3. İskonto Edilmiş Nakit akımları Yöntemi	46
5.1.3.1. Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi.....	48
5.1.3.2. İskonto Oranının Belirlenmesi.....	50
5.1.3.3. Şirket Değerinin Hesaplanması.....	50
6. BİRLEŞMELERDE ÖDEME YÖNTEMLERİ	51
6.1. NAKİT ÖDEME	51
6.2. HİSSE SENEDİ DEĞİŞİMİ YOLU İLE ÖDEME	53
6.3. TAHVİL VE İMTİYAZLI HİSSE İHRACI YOLUYLA ÖDEME	54
6.4. GELECEKTEKİ KAZANÇLARA GÖRE ÖDEME	55
6.5. YÜKSEK RİSKLİ TAHVİL İHRACI YOLUYLA ÖDEME	56
7. HUKUKİ AÇIDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	57
7.1. TÜRK TİCARET KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	57
7.1.1. Birleşmelerde Aranılan Şartlar	58
7.1.1.1. Nevilerin Aynı Olma Koşulu	59
7.1.1.2. Karar Koşulu	60
7.1.1.3. Bilanço Koşulu	61
7.1.2. Birleşmelerin Etkileri	62
7.1.2.1. Tasfiyesiz Dağılma	62
7.1.2.2. Külli Halefiyet İlkesi (Bütün Olarak Devir)	63
7.2. KURUMLAR VERGİSİ KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	64
7.3. GELİRLER VERGİSİ KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	67
7.4. REKABETİN KORUNMASI HAKKINDA KANUN VE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	68
7.4.1. Rekabet Kavramı ve Şirket Birleşmeleri	68

7.4.2. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'da Birleşmeler	70
7.4.2.1. Genel İlke	71
7.4.2.2. Birleşmelerin Rekabet Kuruluna Bildirilmesi	72
7.4.2.3. Birleşmelerin Kurula Bildirilmemesi	72
7.5. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE BİRLEŞMELER	73
8. UYGULAMA	75
8.1. FAİZ KARŞILAMA ORANI	78
8.2. NAKİT KARŞILAMA ORANI	79
8.3. NİS/VARLIKLAR ORANI	80
8.4. CARİ ORAN	81
8.5. ASİT TEST ORANI	82
8.6. NAKİT ORANI	83
8.7. TOPLAM VARLIK DEVİR HIZI	84
8.8. NİS DEVİR HIZI	85
8.9. NET KAR MARJİ	86
8.10. VARLIK GETİRİSİ	87
8.11. ÖZKAYNAK GETİRİSİ	88
8.12. FİYAT/KAZANÇ ORANI	89
8.13. KAR PAYI GETİRİSİ	90
8.14. PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ ORANI	91
8.15. ALACAK DEVİR HIZI	92
8.16. BORÇLANMA ORANI	93
8.17. AKTİF KARLILIĞI ORANI	94
8.18. BRÜT KAR MARJİ	95
8.19. ÖZVARLIK KARLILIĞI	96
8.20. BORÇLANMA MALİYETİ	97
8.21. KALDIRAÇ ORANI	98
8.22. YURTİÇİ SATIŞLAR/BRÜT SATIŞLAR ORANI	99
8.23. KISA VADELİ BORÇ/TOPLAM BORÇ ORANI	100
8.24. PİYASA DEĞERİ	101
8.25. ÖZSERMAYE	102
8.26. PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ	103

SONUÇ VE ÖNERİLER 104

EKLER 105

KAYNAKLAR 110

ÖZGEÇMİŞ 112



ÖZET

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

MEHMET YÜCEL

Anahtar Kelimeler: Konsolidasyon, Birleşme, Devralma

Özet: Bu çalışmada, şirket birleşmeleri birleşme çeşitleri, birleşmenin nedenleri, oluşum süreci ve Türk hukuk yapısındaki yeri gibi birçok açıdan incelenmiştir. Birleşme sonrası elde edilen fayda ve zararlar belirlenmiştir. Çalışmanın sonunda şirket birleşmelerinin mevcut küreselleşme sürecinde vazgeçilmez bir nitelik taşıdığı görülmüştür.



ABSTRACT

CONSOLIDATIONS

MEHMET YÜCEL

Keywords: Consolidation, Merger, Acquisition

Abstract: In this study, consolidations analysed in different ways like types, reasons, process and the position in Turkish laws. Benefits and losses defined after the consolidation. At the end of the study, it has seen that consolidation has a essential feature in current globalization process.



KISALTMALAR

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.:	Adı Geçen Eser
a.g.t.:	Adı Geçen Tez
A.Ş.:	Anonim Şirket
ATA:	Avrupa Topluluğu Anlaşması
FTC:	Federal Trade Commission
F.V.Ö.K.:	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GAP:	Güneydoğu Anadolu Projesi
G.V.K.:	Gelirler Vergisi Kanunu
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
K.V.K.:	Kurumlar Vergisi Kanunu
NİS:	Net İşletme Sermayesi
RG:	Resmi Gazete
R.K.K.:	Rekabeti Koruma Kanunu
S.P.K.:	Sermaye Piyasası Kurulu
TL:	Türk Lirası
T.T.K.:	Türk Ticaret Kanunu
T.T.S.G.:	Türk Ticaret Sicil Gazetesi
V.U.K.:	Vergi Usul Kanunu

ŞEKİLLER DİZİNİ

Sayfa

Şekil 4.1. Birleşme Süreci	34
Şekil 8.1. Faiz Karşılama Oranı	78
Şekil 8.2. Nakit Karşılama Oranı	79
Şekil 8.3. NİS/Varlıklar Oranı	80
Şekil 8.4. Cari Oran	81
Şekil 8.5. Asit Test Oranı	82
Şekil 8.6. Nakit Oranı	83
Şekil 8.7. Toplam Varlık Devir Hızı	84
Şekil 8.8. NİS Devir Hızı	85
Şekil 8.9. Net Kar Marjı	86
Şekil 8.10. Varlık Getirisi	87
Şekil 8.11. Özkaynak Getirisi	88
Şekil 8.12. Fiyat/Kazanç Oranı	89
Şekil 8.13. Kar Payı Getirisi	90
Şekil 8.14. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	91
Şekil 8.15. Alacak Devir Hızı	92
Şekil 8.16. Borçlanma Oranı	93
Şekil 8.17. Aktif Karlılığı Oranı	94
Şekil 8.18. Brüt Kar Marjı	95
Şekil 8.19. Özvarlık Karlılığı	96
Şekil 8.20. Borçlanma Maliyeti	97
Şekil 8.21. Kaldıraç Oranı	98
Şekil 8.22. Yurtiçi Satışlar/Brüt Satışlar Oranı	99
Şekil 8.23. Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı	100
Şekil 8.24. Piyasa Değeri	101
Şekil 8.25. Özsermaye	102
Şekil 8.26. Piyasa Değeri/Defter Değeri	103

TABLÖLAR DİZİNİ**Sayfa**

Tablo 8.1. Faiz Karşılama Oranı	78
Tablo 8.2. Nakit Karşılama Oranı	79
Tablo 8.3. NİS/Varlıklar Oranı	80
Tablo 8.4. Cari Oran	81
Tablo 8.5. Asit Test Oranı	82
Tablo 8.6. Nakit Oranı	83
Tablo 8.7. Toplam Varlık Devir Hızı	84
Tablo 8.8. NİS Devir Hızı	85
Tablo 8.9. Net Kar Marjı	86
Tablo 8.10. Varlık Getirisi	87
Tablo 8.11. Özkaynak Getirisi	88
Tablo 8.12. Fiyat/Kazanç Oranı	89
Tablo 8.13. Kar Payı Getirisi	90
Tablo 8.14. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	91
Tablo 8.15. Alacak Devir Hızı	92
Tablo 8.16. Borçlanma Oranı	93
Tablo 8.17. Aktif Karlılığı Oranı	94
Tablo 8.18. Brüt Kar Marjı	95
Tablo 8.19. Özvarlık Karlılığı	96
Tablo 8.20. Borçlanma Maliyeti	97
Tablo 8.21. Kaldıraç Oranı	98
Tablo 8.22. Yurtiçi Satışlar/Brüt Satışlar Oranı	99
Tablo 8.23. Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı	100
Tablo 8.24. Piyasa Değeri	101
Tablo 8.25. Özsermaye	102
Tablo 8.26. Piyasa Değeri/Defter Değeri	103

GİRİŞ

Günümüzde küreselleşmenin bir sonucu olarak gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda rekabet koşulları daha zorlu hale gelmiştir. Zorlaşan rekabet şartlarında şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için tedarik ağını, dağıtım kanallarını kontrol altında tutmak, gelişen teknolojiye ayak uydurmak, şirketin prestijini korumak ve devamlılığını sağlamak gibi konularda başarılı olmalıdırlar. Küreselleşme sonucu artan rekabet koşullarında başarılı olma isteği firmaları değişik arayışlara sürüklemiştir. Dışsal büyüme şekillerinden biri olan şirket birleşmeleri kavramı bu noktada karşımıza çıkmaktadır.

Şirket birleşmeleri, iki ya da daha fazla işletmenin büyüme amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuksal açıdan birleştirerek işbirliğine gitmesi olarak tanımlanabilir. Birleşen şirketler, birleşme sonucu oluşan sinerjinin etkisiyle açıklarını kapatarak daha güçlü hale gelirler. Bütün avantajlarına rağmen birleşme kararı işletmelerin alacağı en zor kararlardan biridir.

Özellikle ABD başta olmak üzere tüm dünyada sıkça rastlanan birleşme hareketleri, son yıllarda Türkiye’de de sıkça görülmeye başlamıştır. Son yıllarda şirket birleşmelerinin sayısındaki artış ve bunun ekonomilere etkileri bu konunun önemini ortaya koymaktadır. Dünya çapında bazı büyük şirket birleşmelerinin büyüklüğü yüzlerce milyar dolarla ifade edilmeye başlamıştır. Yalnızca 1998 yılında Avrupa’da toplam 800 milyar dolarlık birleşme yaşanmıştır. Bu durum artan rekabet koşullarında şirket birleşmelerinin artık finansal bir seçim olmaktan çıkıp, adeta bir zorunluluk haline geldiğinin açık bir göstergesidir.

Çalışmanın birinci bölümünde; büyüme kavramına değinilmiş, büyüme türlerinden biri olarak şirket birleşmeleri tanımlanmıştır. Bu bölümde son olarak birleşme faaliyetini etkileyen unsurlara değinilmiştir.

İkinci bölümde; şirket birleşmeleri ekonomik faaliyet alanlarına ve hukuki yapılarına göre sınıflandırılmıştır.

Üçüncü bölümde; şirket birleşmelerinin ana nedenlerinden biri olan sinerji kavramına değinilmiş ve sinerjiyi oluşturan nedenler ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde; birleşme sürecini oluşturan birleşmelerin planlanması, aday şirketlerin araştırılması ve seçimi ve görüşmeler ele alınmıştır.

Beşinci bölümde; şirket değerlendirme yöntemlerine değinilmiş, bunların olumlu ve olumsuz yanları ele alınmıştır.

Altıncı bölümde; birleşmelerde ödeme yöntemlerine değinilmiş, çeşitli koşullarda hangisinin daha iyi bir ödeme yöntemi olabileceği araştırılmıştır.

Yedinci bölümde; sırası ile Türk Ticaret Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Gelirler Vergisi Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ve Sermaye Piyasası Mevzuatı şirket birleşmeleri ile ilgili hükümleri açısından incelenmiş ve şirket birleşmelerinin Türk hukukundaki durumuna değinilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise; 2000 yılında gerçekleştirilen Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayi A.Ş., Ege Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., Güney Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.' nin Erciyes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. bünyesinde birleşerek faaliyetlerine Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. olarak devam etmeleri süreci ele alınarak değerlendirilmiştir.

1. ŞİRKETLERİN BÜYÜMESİ ve BÜYÜME TÜRLERİ

1.1. ŞİRKETLERİN BÜYÜMESİ

İşletmelerin amacı, pazar değerini maksimize etmektir. Halka açık işletmeler ise karlarını maksimize ederken aynı zamanda şirketin hisse senedi sahiplerinin de servetlerini maksimize etmiş olurlar. İşletmeler bu hedef doğrultusunda bir çok karar alır ve stratejiler izlerler. Bu stratejilerden biri de işletmelerin büyüme stratejisidir.

Büyüyen işletme, çevre baskılarına karşı koyma, çevreye uyum sağlama, pazarı geliştirme ve genişletme, rekabet gücünü arttırma ve koruma bakımından bir takım avantajlar sağlar. İşletmeler işte bu yüzden büyümek isterler. Büyüme amaçlarından biri de; çalışanları yeni hedef arayışlarına, daha fazla üretmeye, daha etkin araştırma ve kalite faaliyetlerine ve kaynak kullanımında etkinliğe ve verimliliğe yönleltmektir. Paydaşlara, çalışanlara, yöneticilere daha fazla gelir sağlamak, kamuoyu karşısında prestij ve güç kazanmak sayılabilecek öteki büyüme amaçlarıdır.¹

Firmaların büyümelerini değerlendirmek için bakabileceğimiz değişkenler;

- Özsermaye miktarı,
- Satış hacmi,
- Üretim değeri,
- Çalıştırılan işçi sayısı/personel,
- Aktif tutarı,
- Elde edilen kar,

olarak sıralanabilir. Firmanın büyüklüğünün ve büyüme hızının ölçülmesinde, firmanın iş hacmi ve buna bağlı olarak dönen ve duran varlıklardan oluşan yatırımlarını ifade etmesi sebebiyle aktif tutarının kullanılmasının daha anlamlı olduğu ileri sürülebilir.²

Günümüzün artan uluslararası rekabet koşullarında, işletmelerin piyasa değerini maksimize etme hedeflerine ulaşmaları çok daha önemli hale gelmiştir.

¹ Hamdi İslamoğlu, **Pazarlama Yönetimi ve Uygulamaları**, Kocaeli, 1996, s. 140.

² Kerem Gülenç, “Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1994), s. 1.

Bunun için işletmeler; tedarik, üretim, finansman, pazarlama ve yönetim fonksiyonlarında sinerji etkisinden yararlanarak büyümeye ihtiyaç duymaktadırlar. Büyüme ise işletmelere, faaliyet gösterdikleri pazarda pazar payını arttırmalarında önemli bir avantaj sağlamaktadır.³

İşletmelerin büyümesi yoluyla ortaya çıkan sinerji etkisi genellikle şu unsurlardan kaynaklanır:⁴

- Büyüme sonucunda yetenekli yönetici ve personel çalıştırma olanaklarının artması: Büyük işletmelerin sektördeki üretim payları arttığında, o sektördeki ortalama ücretlerde yükselir. Sektörde ortalama ücretlerin artması ise işletmelerin daha yüksek ücretler ödeyerek yetenekli yönetici ve personeli çalıştırabilmelerine olanak sağlamaktadır,
- İşletme riskinin azaltılması: İşletmeler büyüme stratejisi izleyerek ürün farklılaştırılmasını daha rahat gerçekleştirebilirler. Bu şekilde işletmeler farklı ürünleri üretim programlarına alarak işletme risklerini azaltabilirler,
- Büyük ölçekte faaliyette bulunmanın maliyetleri azaltması: İşletmelerin daha büyük ölçekte faaliyette bulunarak maliyetlerini düşürmesi, diğer koşullar sabit iken işletmelerin rekabet güçlerini artırır. Bu hem ulusal pazarda hem de uluslararası pazarda işletmenin rekabet konumunu güçlendirir. Bu şekilde işletmelerin sektördeki diğer işletmelerle rekabet etmesinde önemli etkisi olan fiyatlar, ölçek artışından kaynaklanan maliyetlerin azalması yoluyla düşmektedir,
- Araştırma ve geliştirme (ar-ge) faaliyetlerinin daha ekonomik ve etkin şekilde yürütülmesi: İşletme literatürünün büyük kısmında, ar-ge ve yeniliklerin (innovations) daha büyük şirketler ve bütünleşmiş sektörlerde gerçekleştiği görüşü savunulmaktadır. Buna göre büyük şirketler daha fazla kaynağını ar-ge faaliyetlerine ayırabildikleri için daha fazla yenilik yaratabilmektedirler,
- Şirket değerlemesinde kullanılan iskonto oranının düşmesi: Büyük şirketler değerlendirirken, nakit akımları genellikle daha düşük bir iskonto oranıyla

³ Orhan Çelik, *Şirket Birleşmeleri*, Turhan Kitabevi, Ankara, s. 7.

⁴ Çelik, a.g.e., s. 8.

iskonto edilirler. Nakit akımlarının daha düşük bir iskonto oranıyla iskonto edilmesi, şirket için daha yüksek bir pazar değeri hesaplanmasına yol açar.

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.

1.2. BÜYÜMENİN TÜRLERİ

Şirketler genel olarak iki türde büyüme stratejisi izleyebilirler. Bunlar:⁵

1.2.1. İçsel Büyüme

Şirketlerin normal çalışma süreçleri içinde oluşturdıkları ya da dışarıdan sağladıkları fonları yeni projelere yatırarak gerçekleştirdikleri büyüme türüne içsel büyüme denir. İçsel büyüme, şirketlerin satışlarını arttırarak, yeni üretim alanlarına girerek veya benzer yollarla olabilmektedir. Bu tür büyümede esas olan şirketlerin kendi olanaklarını kullanarak büyümesidir.

1.2.2. Dışsal Büyüme

Bir şirketin, diğer şirket veya şirketlerin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümesine dışsal büyüme denir.

Şirketler, yalnız kendi yarattıkları olanaklarla büyüme yerine diğer işletmeleri tamamen veya kısmen devralarak veya yönetimlerini ele geçirerek büyüme seçeneğini bazı koşullarda içsel büyümeye yeğlemektedirler. Bu büyüme türü, ekonomik yapının gelişmesi, üretim tekniğinin değişmesi, yeni üretim yöntemleri uygulamaya konulması ile özellikle yirminci yüzyılın başlarından itibaren önem kazanmış ve geniş ölçüde uygulanmıştır.

⁵ Çelik, a.g.e., s. 11.

Büyüme stratejisi izleyen işletmeler bu alternatif büyüme türlerinden hangisini uygulayacaklarına karar vermeleri gerekir. Büyüme stratejisi izleyen bir şirketin bu iki seçenekten hangisini seçeceği konusunda karar verirken, seçenekleri ayrı ayrı değerlendirmesi gerekir. Bu değerlendirmede birçok unsurun göz önünde bulundurulması gerekir.

İşletmenin söz konusu iki alternatif arasındaki seçiminde:⁶

- İşletme ihtiyaçlarının veya pazardaki istikrarsızlığın piyasaya hızla girişi önemli hale getirdiğinde,
- Şirketin ihtiyaç duyduğu yetenekli bir yönetimin istihdam edilmesi ile önemli bir fırsatın değerlendirilmesi durumunda,
- Herşeye rağmen işletmenin kapasitesini kısa sürede artırma 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.

Şirket sinerji eksikliğini şirket içinde yapacağı düzenlemelerle ortadan kaldırmaya çalışabilir. Ancak bunun maliyeti şirket için yüksek olabilir. Bundan daha da önemlisi şirket açısından bu strateji çok zaman alıcı olabilmektedir. Şirketin gerekli üretim, yönetim, pazarlama ve finansman yeteneği kazanması için geçecek sürede pazar rakipler tarafından ele geçirilmiş olabilir. Dolayısıyla özellikle günümüz koşullarında işletmelerin bu zaman kaybını ortadan kaldırmak için çıkış yolları bulmaları bir bakıma zorunluluk haline gelmiştir. Bu durumda şirketin başka bir şirket ile birleşmesi yoluyla bu sinerji eksikliği ortadan kaldırılabilir. Böylece şirket, şu anda istenilen sinerjiye sahip olan bir başka şirket ile birleşerek “birden oluşan sinerji” elde edebilecektir.⁷

Günümüz ekonomik koşullarında, endüstrilerde ve şirketlerde çağdaş teknolojinin zorunlu kıldığı kaçınılmaz bir büyüme eğilimi vardır. Bugün, geçmişteki

⁶ Çelik, a.g.e., s. 11.

ekonomik koşullardan çok daha fazla büyük ölçekli şirketler bulunduğu gerçek bir olgudur. Ancak günümüzde kk şirketlerin sayısı da artmakta ve en azından gelişmiş ekonomilerde azalmaktadır. şirket yönetimi açısından doğru olan yaklaşım, nerede kk işletmenin nerede büyük işletmenin avantajlı olduğunun bilinmesi ve ona göre bir organizasyon yapısına gidilmesi, ona göre bir hedef müşteri grubu seçilmesi ve tüm işletme fonksiyonlarının ona göre düzenlenmesidir.⁸

1.3. DIşSAL BÜYÜME BİÇİMİ OLARAK şİRKET BİRLEşMELERİ

Sözlük anlamı ile birleşme, ayrı iken tek bir bütün durumuna gelmek anlamını içerir. O halde dar anlamıyla işletme birleşmeleri iki veya daha fazla ayrı işletmenin tek bir bütün durumuna gelmesidir.⁹

Geniş anlamıyla işletme birleşmeleri; iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleridir.¹⁰

Dışsal büyüme yollarından birisi olarak ifade edilen şirket birleşmelerinin en önemli özelliği en az bir şirketin birleşme sonucunda bağımsızlığını yitirmesidir. şirketin bağımsızlığını yitirmesi kavramı en az bir şirketin birleşme sonucunda hem ekonomik hem de hukuki bağımsızlığını yitirmesi anlamına gelir.¹¹

Bir şirketin ekonomik bakımdan bağımsız sayılabilmesi için o şirketin yönetim ve muhasebe özerkliğine sahip olması, üretim finansman ve pazarlama politikasının kendi ekonomik amaç ve çıkarları doğrultusunda, kendi yapısı içinde belirlenmesi, bu yoldaki ekonomik planlama ve karar yetkilerinin kendi yapısı içinde kalması gerekir.¹²

şirketlerin kendi başına hukuk işlemlerinin öznesi veya konusu olması ise hukuki bağımsızlık olarak ifade edilebilir. Bu açıdan bakıldığında şirket

⁷ elik, a.g.e., s. 12.

⁸ elik, a.g.e., s. 12.

⁹ Hüseyin Akay, **işletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, Yaylım Matbaası, İstanbul, 1997, s. 12.

¹⁰ Akay, a.g.e., s. 12.

¹¹ elik; a.g.e., s. 14.

¹² Hikmet Sami Türk, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No: 185, Ankara, 1986, s. 13.

birleşmelerinde birleşen şirketlerin en az biri hem hukuki hem de ekonomik bağımsızlığını yitirmektedir.¹³

Şirket birleşmeleri ilk olarak A.B.D.' de 1883' de başlayan ve 1904 yılına kadar süren ekonomik bunalım sırasında yaygın olarak görülmüştür. Bu dönem şirket birleşmelerinin tarihini oluşturan dört dönemden birincisi olarak tanımlanabilir. Birleşmeler açısından ikinci dönem olarak tanımlanabilecek dönem 1916 ve 1929 yılları arasında gerçekleşmiştir. Üçüncü dönem ise 1965 ve 1969 yılları arasında gerçekleşirken son dönem olan dördüncü dönem 1981 yılında başlayan ve hala devam eden dönemdir.¹⁴

Şirket birleşmeleri genellikle yeni pazarlara girmek, yeni bir üretim hattı kurmak ve uluslararası pazarda etkin rekabet edebilmek için sinerji etkisinden yararlanmak isteyen bir şirketin izleyebileceği en hızlı yollardan biri olarak kabul edilebilir.¹⁵

Belirtilen faydaların yanısıra birleşmeler bir takım 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 engeller.¹⁶

1.4. BİRLEŞME FAALİYETİNİ ETKİLEYEN UNSURLAR

Birleşmeleri 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 maliyeti düştükçe toplam birleşme

¹³ Çelik, a.g.e., s. 15.

¹⁴ Ali İ. Şanver, "Accounting for Business Combinations", (Yayımlanmamış Doktora Tezi, Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995), s. 3.

¹⁵ Çelik, a.g.e., s. 15.

¹⁶ Çelik, a.g.e., s. 15.

faaliyeti de artar. Gelecekteki bu tür beklentiler şirketlerin birleşme faaliyetlerini etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkar.¹⁷

Sermaye maliyetinin yanısıra “temsil sorunu” da birleşme faaliyetini 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 (ücret, emeklilik hakkı ve buna benzer diğer olanaklar) dayanır. Finansal yönetim açısından temsil sorunu olarak adlandırılan bu durum şirket ortaklarının çıkarlarının korunması açısından bir takım sorunlar doğurmaktadır.¹⁸

Genel olarak;

- Şirket ortakları (hisse senedi sahipleri) ile yöneticiler,
- İşletmeye borç verenler ile hisse senedi sahipleri,

arasındaki potansiyel çıkar çatışması olarak tanımlanan temsil sorunu özellikle şirket birleşmelerinin başarısını etkilemekte belirleyici bir rol oynamaktadır.¹⁹

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 birleşmenin net bugünkü değeri, böyle kazançları olmayan birleşmelerinkinden daha düşük olabilir. Yöneticiler bu durumda kişisel çıkarlarını ön plana alabilecekleri için kendilerine kişisel çıkar sağlayıcı birleşmelerin gerçekleşmesini sağlama çabasına gidebilirler. Böylece hedef şirkete gerçek değerinin üzerinde ödeme yapılmasını sağlayabilirler.²⁰

Birçok varsayıma göre yöneticiler firmaların büyüme artışını kazanç artışından daha çok istemektedirler. Yöneticilerin büyüme artışını istemeleri, yönetici çıkarlarının firmanın karlılığından çok firmanın büyüklüğü ile ilgili olmasından kaynaklanmaktadır. Büyüme isteğinin yatırım politikası üzerindeki etkisi,

¹⁷ Çelik, a.g.e., s. 17.

¹⁸ Çelik, a.g.e., s. 17.

¹⁹ Çelik, a.g.e., s. 17.

²⁰ Çelik, a.g.e., s. 18.

yöneticilerin yatırıma kazanç artışı isteyenlerden daha istekli olması ve yatırımın getiri oranının kazanç artışı isteyenlerin talep ettiğinden az olması sonucunu doğurur.²¹

Yöneticilerin kendi kişisel çıkarlarınca 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.²²

İşletme literatüründe birleşme faaliyetinde karşılaşılan temsil sorununu çözmeye yönelik iki uç yaklaşım vardır. 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 zorlaşmasıdır. Diğer uç yaklaşım ise, yöneticilerin her yönetsel faaliyetinin etkin kontrol ve denetim altında bulundurulmasını içerir. Ancak bu çözüm çok fazla maliyetli ve her zaman etkili olmayan bir çözümdür. Yönetimin her işleminde denetim yoluna gidilmesini öngördüğü için etkin bir yöntem değildir. Bu yaklaşımda denetim sonucu elde edilecek faydanın denetimin maliyetinden daha yüksek olması gerekir. Optimal çözüm bu iki uç yaklaşım arasında kalmaktadır. Yöneticilere emeklerinin karşılığında gösterdikleri performansla göre ücret ödenmesi fakat bazı denetimlerin de yapılması optimal çözüm olarak ifade edilebilir.²³

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

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

²¹ Michael Dubin, *Foreign Acquisitions and The Spread of The Multinational Firm*, Arno Press, New York, 1980, s. 38.

²² Çelik, a.g.e., s. 18.

²³ Çelik, a.g.e., s. 18.

gösterir. Bu açıdan gelişmiş ekonomilerde gerçekleşen birleşmelerin sayısı görece olarak gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olmaktadır.²⁴



²⁴ Çelik, a.g.e., s. 19.

2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI

2.1.EKONOMİK FAALİYET ALANLARINA GÖRE ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN SINIFLANDIRILMASI

2.1.1. Yatay (Horizontal) Şirket Birleşmeleri

Aynı faaliyet alanında çalışan şirketlerin birleşmesi olarak tanımlanabilen yatay birleşmeler, bir rakip şirketi elemine etmek, şirketin pazar payını arttırmak ve endüstride bütünleşme derecesini arttırmak gibi nedenlerle yapılabilir. Bu tür birleşmeler şirketlere genellikle sinerji etkisinden ve varolan uzmanlıklardan en iyi şekilde yararlanma olanağı sağlamaktadır.²⁵

Yatay birleşmelerden beklenen yararlar şunlardır:²⁶

- Kaynakların etkin kullanımına zemin hazırlamak,
- Üretimde ihtisaslaşma ve üretim maliyetlerinde tasarruf,
- Mal ve hizmet pazarlamasında, dağıtım kanallarında avantajlı duruma yükselmek,
- Üretim teknolojisinde ve diğer konularda işbirliği,
- Birleşme öncesi aleyhte gelişen rekabetin ortadan kalkması ile ortak amaçlara yönelme imkanının doğması.

Yatay birleşmelerin belirtilen bu faydalarının yanısıra bir takım sakıncaları da bulunmaktadır. Bu sakıncalar şu şekilde özetlenebilir:²⁷

- Birleşme faaliyetleri sektöre giriş engelleri yaratması ve rekabeti daraltması gibi sonuçlardan dolayı şirketin “dışındakilere (outsiders)” zarar verebilir. Bu yüzden kamu otoriteleri çoğunlukla rekabeti ortadan kaldıracı birleşmelere izin vermemektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde birleşme sürecinin en önemli aşamalarından biri, rekabetin korunmasını sağlamakla görevli kamu otoritelerinden birleşme iznini almaktır,

²⁵ Milford B. Green, *Mergers and Acquisitions*, Routledge Inc., New York, 1990, s. 20.

²⁶ Akay, a.g.e., s. 19.

²⁷ Çelik, a.g.e., s. 20.

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

2.1.2. Dikey (Vertical) Şirket Birleşmeleri

Dikey işletme birleşmeleri, mal veya hizmetin hammaddesinden, tüketiciye kadar uzanan zincirin içerisinde ya geri hammaddeye doğru bir uzantı şeklinde ya da pazarlamaya doğru bir uzantı şeklinde ortaya çıkar. Burada amaç hammaddeyi kontrol etme, ya da üretilen mal ya da hizmetin dağıtım ve pazarlamasını da üstlenmektir.²⁸

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

2.1.3. Karma (Conglomerate) Şirket Birleşmeleri

“Ekonomik çeşitlendirme” olarak da adlandırılan karma birleşmeler şirketlerin, farklı maliyet alanlarına en kısa sürede girmelerinin hızlı bir yolu olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletme riskini azaltmak için birbirleriyle ilişkisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi olarak tanımlanabilecek karma birleşmeler, sıklıkla sabit teknoloji, farklı endüstrilerdeki mal ve hizmetlerin üretimini yapan şirketler arasında gerçekleştirilir. Başka bir açıdan bakıldığında ise, karma birleşmeler

²⁸ Akay, a.g.e., s. 20.

firmaların stratejilerinin ana eksenini olarak etkin bir dağıtım ağının kullanılması yolunu arayan şirketler arasında da gerçekleşebilir.²⁹

Karma birleşmeler, A.B.D. ve Almanya’da alışılmış ve yaygın bir sınıflandırma olarak üç alt gruba ayrılır:³⁰

2.1.3.1. Ürün Genişletme

Bu tür birleşmelerde, birleşen şirketlerin üretim veya dağıtım bölümleri fonksiyonel olarak benzerdir ve üretilen ürünler bakımından şirketler arasında doğrudan bir rekabet bulunmamaktadır.

2.1.3.2. 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 olanağına kavuşmaktadırlar.

2.1.3.3. Saf Karma Birleşmeler

Saf karma birleşmelerde, şirketler arasında ne üretim ne 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.

Karma birleşme faaliyetinde, birleşmenin hisse senedi sahipleri açısından bir değer yaratabilmesi için şu koşulların yerine getirilmesi gerekir:

- Birleşen şirketler için beklenen nakit akımlarının, alternatif bir yatırımın gerçekleştirebileceği nakit akımından daha büyük olması,

²⁹ Green, a.g.e., s. 20.

- Bu nakit akımının değişkenliğinin az olması.

Eğer bu koşullar sağlanamazsa şirketlerin hisse senedi sahipleri açısından bir kazançtan çok kayıp söz konusu olabilecektir.

2.2. HUKUKİ YAPILARINA GÖRE şİRKET BİRLEşMELERİ

2.2.1. Biçimsel Birleşmeler

2.2.1.1. Trst

Trst deyimi, İngilizce “trust” kelimesinden Türkçe’ye aktarılmıştır. “Trust” kelimesi İngilizce’de, güven, güvenilen kişi veya kuruluş anlamına gelir ve bu tür kuruluşlara İngilizce’de “trust” denilir.³¹

Trstler iki veya daha çok işletmenin üretim veya satış konularında ortaklaşa hareket etmek amacıyla biraraya gelmeleriyle oluşan ekonomik birliklerdir. Yönetimin tek elde toplandığı trstler pazara hakim olmak amacıyla kurulurlar. Bu açıdan trstler kartellere benzeseler de aralarında iki önemli fark bulunur. Bunlar:³²

- Karteller aynı iş kolunda çalışan işletmelerin biraraya gelmesi, trstler farklı işkollarındaki işletmelerin birleşmesi ile oluşur,
- Kartele ye işletmeler hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını korurlarken, trst yeleri ekonomik bağımsızlıklarını kaybederler.

Trstler tekelleşmeye yol amaları nedeniyle birçok ülkede yasalarla yasaklanmıştır.

³⁰ elik, a.g.e., s. 22.

³¹ Oktay Alpugan, *İşletme Bilimine Giriş*, II.Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon, şubat 1998, s. 126.

³² Alpugan, a.g.e., s. 126.

2.2.1.2. Holding

Holding bir şirketin diğer işletmelere ait hisse senetlerine büyük oranda sahip olması yoluyla, yönetim ve denetim kararlarında çoğunluğu sağlamak amacıyla oluşturulan bir bütünleşme şeklidir.³³

Holdingler bir ana şirket ve buna bağlı olan birçok yavru şirketten oluşur. Ana şirket bu yavru şirketlerin hisse senetlerinin ağırlıklı kısmına sahip olmak suretiyle bu şirketlerin yönetimini elinde bulundurur.

Genellikle anonim şirket statüsünde kurulan holdinglerin kendisine bağlamayı düşündüğü bir şirketin yönetimini ele geçirebilmek için kuramsal olarak bu işletmenin toplam hisselerinin % 51'ini elinde bulundurması gerekir. Bununla beraber, uygulamada hisse senetleri ülke düzeyinde küçük tasarruf sahiplerine dağılmış olan bir şirketin toplam hisselerinin % 20-30'luk bölümünün ele geçirilmesi şirket yönetiminin holding kuruluşunun denetimine girmesi için yeterli olmaktadır.³⁴

Holdinglerin en önemli üstünlüğü büyüklüğün sağladığı avantajlardır. Bunun yanı sıra, onların ülkede sermaye birikiminin sağlanmasına ve sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı oldukları söylenebilir. Bununla beraber, çalışma alanlarının sınırları yasalarla iyi biçimde belirlenmezse, holdingler tekelleşmeye yol açarak gerek mal pazarlarını, gerekse faktör pazarlarını kendi çıkarları doğrultusunda etkileyebilirler. Bu nedenle, holdinglerin sınırsız büyümelerinin ve devletin yakın denetiminden uzak çalışmalarının önemli sakıncaları olabilir.³⁵

2.2.1.3. Konsorsiyum

İki ya da daha fazla şirketin bir işi ya da projeyi gerçekleştirmek üzere aralarında geçici olarak, hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını koruyarak vardıkları işbirliğidir.³⁶

³³ Gültekin Rodoplu ve Ali Akdemir, *İşletme Bilimine Giriş*, Tuğra Ofset Matbaacılık, Isparta, 1998, s. 69.

³⁴ Alpugan, a.g.e., s. 128.

³⁵ Alpugan, a.g.e., s. 128.

³⁶ Akay, a.g.e., s. 22.

Bazı projelerin boyutları, çok büyük olduğundan işletmelerin finansal, teknolojik olanaklarını aşabilir. Bu durumda, büyük bir projenin gerçekleştirilmesi için, iki ya da daha fazla işletmenin hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını kaybetmeksizin işbirliği yapmaları gerekir ki, buna da konsorsiyum denir. Türkiye’de de yerli işletmelerle, diğer ulusların işletmeleri arasında konsorsiyum bazında işbirlikleri yapılmış ve hala da yapılmaktadır. İstanbul köprülerinin yapımında, GAP’ta Güneydoğu bölgesi elektrifikasyonunda çeşitli yabancı işletmelerle konsorsiyumlar oluşturulmuştur.³⁷

2.2.1.4. Birleşme

Birleşme (combination) genel olarak birden çok şirketin faaliyetlerini birleştirmesi olarak ifade edilir ve üç şekilde gerçekleşebilmektedir:

2.2.1.4.1. Devralma (Merger)

Devralma, bir işletmenin diğer bir işletmeyi tüm aktif ve pasifi ile devralması ve devralınan işletmenin tasfiye edilerek hukuki varlığını kaybetmesidir. Devralma suretiyle birleşmede, devrolan şirket devralan şirketin içinde kaybolur. Devralan şirket tüzel kişiliğini korumaya devam eder.³⁸

Türk hukuku çerçevesinde ticaret ortaklıklarının devralma yolu ile birleşmesi şöyle tanımlanmıştır;³⁹

“En az bir ortaklığın, ortaklarının başka bir ortaklığa alınması karşılığında malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması.”

Bu tür birleşme T.T.K.’da iltihak şeklinde birleşme olarak adlandırılmıştır.⁴⁰

³⁷ Rodoplu ve Akdemir, a.g.e., s. 73.

³⁸ Akay, a.g.e., s. 22.

³⁹ Hatice Özutku, “Şirket Birleşmeleri ve Performans Analizi”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1996), s. 5.

⁴⁰ Akay, a.g.e., s. 22.

2.2.1.4.2. Satın Alma (Acquisition)

Satın alma, bir işletmenin başka işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma işlemi, varlıkların satın alınması (acquisition of asset) veya hisselerin satın alınması (acquisition of stock) şeklinde gerçekleşebilir. Burada satın alınan işletmenin hukuki varlığı devam etmektedir.⁴¹

Satın alma, bir firmanın diğer bir firmanın belli bir yüzdesini kendi maharetini kullanarak daha etkin hale getirmek amacıyla kendi bünyesine katması işlemidir.⁴²

2.2.1.4.3. Konsolidasyon (Consolidation)

Türk hukuku çerçevesinde yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme şöyle tanımlanmıştır;⁴³

“En az iki ortaklığın, ortaklarının yeni kurulan bir ortaklığa alınmaları karşılığında malvarlıkları veya işletmelerini aktif ve pasifleriyle birer bütün olarak bu ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılmaları sonucunda iki veya daha çok ortaklığın tek bir ortaklık durumuna gelmesi.”

Konsolidasyon, iki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarının sona ererek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. İşletmelerin her türlü varlıkları ve hakları yeni oluşan işletmenin olacaktır. Bu tür işletmeler T.T.K.’da tam birleşme olarak adlandırılmaktadır.⁴⁴

2.2.1.5. Ele Geçirme (Takeover)

Ele geçirme; bir şirketin, diğer bir şirketin yönetiminin ve hatta bazı ortaklarının istememesine rağmen denetim ya da sahiplik elde etmek amacıyla hisse senetlerini satın almasıdır.⁴⁵

⁴¹ Akay, a.g.e., s. 22.

⁴² Michael A. Hitt, R. Duane Ireland and Robert E. Hoskisson, *Strategic Management*, West Publishing Company, U.S.A., 1995, s. 196.

⁴³ Özutku, a.g.t., s. 6.

⁴⁴ Akay, a.g.e., s. 23.

⁴⁵ Akay, a.g.e., s. 23.

Takeover, iki şirketin kendi istek ve iradeleriyle birleşmesi anlamına gelebildiği gibi, bir teklif fiyat ile hedef şirketin yönetiminin direncine karşın, hisselerini bu fiyattan satmaya istekli paydaşların paylarını satın almak anlamına da gelebilir. Son zamanlarda daha çok ikinci anlamda kullanılmaktadır.⁴⁶

Ele geçirmenin diğer bir türü de hileli ele geçirmedir. Bu şekilde ele geçirme nedeniyle spekülâtörler ve şirket yağmacıları haksız kazançlar elde edebilirler.

Hileli ele geçirmeler şirket değişimlerinde kabul görmüş kuralların ihlali ile ortaya çıkar. Tipik olarak hileli ele geçirmeler yöneticiler, ortaklar ve diğer şirket ilgilileri arasındaki keskin fikir ayrılıklarını içerir.⁴⁷

Hileli ele geçirmeler, şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri ile şirketin tasfiye değeri arasındaki önemli farkın yönetim tarafından kapatılamaması veya bu konuda yönetimin isteksiz davranmasından dolayı oluşur. Bu ele geçirmeler şirket yönetiminin çıkarlarına ters düştüğü için “hileli” olarak adlandırılır. “Şirket yağmacısı” (bazen yönetimde daha samimi olarak ifade edilişiyle “köpekbalığı”) şirket hisselerinin önemli bir yüzdesini aldıktan sonra geri kalan hisselerin sahiplerine piyasa değerinden yüksek bir fiyat teklif ederek şirketi alır ve şirket varlıklarını satarak kar elde eder.⁴⁸

Takeover mücadeleleri birkaç gün sürebildiği gibi birkaç hafta veya birkaç ay da sürebilir. Takeover’da alıcı şirket, hedef şirket için bir fiyat teklifi (tender offer) yapar, bu teklif hedef şirketin yöneticilerine iletilir ve ivedi bir karar vermeleri istenir. (Böyle bir iletim ve talep yapılmayabilirde). Eğer karşıt bir görüş ortaya çıkarsa, o zaman alıcı doğrudan paydaşlara giderek paylarını teklif fiyattan satmaya istekli olanların paylarını alır. Burada kullanılan bir teknik Cumartesi Gecesi Spesiyali (Saturday Night Special) dir. Tüm borsa hafta sonu tatiline girecekken alıcı şirket, hedef şirketin paylarını piyasa değeri üzerinde bir fiyatla sürpriz alıcı olarak ortaya çıkar. Bu yüksek fiyat çoğu paydaşın hoşuna gidebilir ancak yönetim istem dışı bir ele geçirmeyle karşı karşıya kalmaktan hoşlanmaz. Çare olarak hedef şirketin yönetimi de kendi isteğiyle birleşeceği bir şirket aramaya girişebilmektedir. Aranan

⁴⁶ James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, Prentice Hall Inc., New Jersey, 1986, s. 671.

⁴⁷ John R. Boatright, **Ethics In Finance**, Blackwell Publishers Inc., U.S.A., 1999, s. 153.

⁴⁸ Milton Snoeyenbos, Robert Almedler and James Humber, **Business Ethics**, U.S.A., 1992, s. 332.

bu dost şirkete, Wall Street jargonunda “beyaz şövalye (white knight)” denilmektedir.⁴⁹

2.2.1.6. Ortak Girişim (Joint Venture)

Ortak girişim (Joint Venture) iki işletmenin çeşitli ortak amaçlara hizmet etmesini sağlamak amacıyla yeni bir işletmeyi ortak olarak kurmalarıyla bir ortak girişim oluşturmalarıdır.⁵⁰

Ortak girişim, birden fazla işletmenin genellikle belli bir iş için birbirini tamamlayıcı aktivite ve edimlerle yükümlü ve işin sonucundan müteselsil olarak sorumlu bulunmak üzere kar gayesi ile gerçekleştirdikleri ortak girişim için kullanılan bir deyimdir. İş ortaklığında iki ya da daha fazla kanunen ayrı şirket, ortak bir amaca ulaşmak için fonlarını, yönetimlerini ve faaliyetlerini birleştirirler.⁵¹

Ortak girişimde iki taraf vardır. Birinci taraf, bugünkü ve gelecekteki karını dünya çapında yaptığı işlerle maksimize etmeyi isteyen çokuluslu bir şirkettir. İkinci taraf ise, ortak girişimin yapıldığı ülkede bulunan ve dünya pazarına açılarak karını maksimize etmeyi isteyen firmadır.⁵²

Çalışanların amaçları, kuşak yapısı veya teknoloji transferi gibi manevi unsurlar ortak girişimin olduğu ülkeye özgü dış etki unsurları olarak sayılabilir.⁵³

Tüm dünyada 1945 yılından beri sıklıkla uygulanan ortak girişimler ulusal sınırları aşmış, uluslararası ortamda da yoğun olarak uygulanmıştır. Günümüzde teknolojinin de hızla ilerlemesinin bir sonucu olarak daha çok ar-ge amaçlı ortak girişimlerin uygulandığı görülmektedir.

⁴⁹ Özutku, a.g.t., s. 10.

⁵⁰ Rodoplu ve Akdemir, a.g.e., s. 74.

⁵¹ Akay, a.g.e., s. 23.

⁵² Karen J. Hladik, *International Joint Ventures*, Lexington Books, Toronto, 1985, s. 21.

⁵³ Hladik, a.g.e., s. 22.

2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler

2.2.2.1. Centilmenlik Anlaşmaları (Gentlemen's Agreements)

Birkaç işletmenin aralarında işbirliği kurmak, rekabeti sınırlandırmak, piyasa karşısında durumlarını kuvvetlendirmek amacıyla yaptıkları protokoldür. Protokol genelde sözlü olarak yapılır, yazıya dökülmez. Örnek olarak, bankaların devletçe serbest bırakılan mevduat faiz oranlarını aralarında sözlü olarak belirlemeleri gösterilebilir.⁵⁴

Rekabeti ortadan kaldırdığı söylenemez. Sık sık görülen şekli rakiplerden birinin yakaladığı bir fırsatı değerlendirerek anlaşmayı bozmasıdır.

2.2.2.2. Kartel

Kartel, aynı dalda çalışan iki veya daha fazla işletmenin karlarını arttırmak amacına yönelik aralarındaki rekabeti azaltmak veya ortadan kaldırmak üzere hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını kaybetmeden gerçekleştirdikleri bir birleşme şeklidir.⁵⁵

Pazarlama, fiyat, üretim, pazar, hammadde, satın alma gibi konularda pazarı paylaşmak üzere pazarda güçlü ve etkin olabilme yönünde biraraya gelmiş kartel türleri vardır.⁵⁶

2.2.2.3. Konsern

Çeşitli işletmelerin hukuki bağımsızlıklarını kaybetmeden, ekonomik bağımsızlıklarını kaybederek vücuda getirdikleri birleşme şeklidir. Bu gibi işletmeler finansal ve teknik yönden güçlü olarak örgüt yapılarını etkinleştirmeye çalışırlar. Böylece birleşmenin sinerji etkisinden yararlanmayı yeğlerler. Birliğe üye işletmelerden birinin çıktısı, birliğe bağlı işletmelerden bir diğerinin girdisini

⁵⁴ Akay, a.g.e., s. 24.

⁵⁵ Rodoplu ve Akdemir, a.g.e., s. 68.

⁵⁶ Rodoplu ve Akdemir, a.g.e., s. 68.

(hammadde veya mamulünü) oluşturabilir. Kamu İktisadi Kuruluşlarını konserne örnek olarak gösterebiliriz.⁵⁷

Belirli bir plan dahilinde;

- Üretim,
- Pazarlama,
- Satın alma,
- Araştırma-Geliştirme,
- Teknik konularda,

Biraraya gelerek birbirlerinin eksilerini gidererek ortaya güçlü bir örgütün çıkmasına fırsat verirler.

Konsern birliği, kartellere göre aynı dalda daha az sayıda işletmenin katılımıyla, mal ve hizmet üretiminde üstünlük sağlamaya çalışırlar.

2.2.2.4. Çıkar Grupları (Communities of Interest)

Çıkar gruplarında, çeşitli işletmelerin pay senetleri belli bir grubun elinde toplanmaktadır. Genellikle bu grubu aile üyeleri ya da birbirine çok yakın kişiler oluşturur. Söz konusu grup ayrı ayrı işletmeleri tek bir amaç doğrultusunda yönetebilir.⁵⁸

2.2.2.5. Yönetim Kurullarının Aynı Kişilerden Oluşması Nedeni İle İşbirliği İçinde Çalışan İşletmeler (Interlocking Directories)

İki ya da daha fazla işletmenin yönetim kurullarının aynı kişilerden oluşturulması durumunda, ayrı ayrı her işletmede birleştirilmiş ortak politikaların söz konusu olmasıdır.⁵⁹

⁵⁷ Rodoplu ve Akdemir, a.g.e., s. 69.

⁵⁸ Akay, a.g.e., s. 24.

⁵⁹ Akay, a.g.e., s. 25.

3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

3.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE SİNERJİ

Şirketlerin faaliyetlerini biraraya getirerek birleşmelerinin amaçları kazanç elde etmektir. Bu kazanç nakit akımlarında beklenen bir artış olabileceği gibi, risklerin azaltılması veya pazardaki rekabetin azaltılması da olabilir. Tüm bu faydalar genel olarak “sinerji” olarak tanımlanmaktadır. Birleşmelerin meydana gelmesindeki en büyük etken birleşme ile meydana gelecek olumlu sinerji etkisinden yararlanmaktır.

Birleşmede temel neden büyüme olmakla birlikte büyüme gerçekleştirilirken başka amaçlara da ulaşılmaktadır. Birleşme sonucunda ulaşılan ekonomik güç, birleşen firmaların ekonomik varlıklarının tek tek toplamından daha yüksektir. Diğer bir ifade ile tek tek işletmelerin üretim, yatırım ve pazarlama güçlerinden daha büyük bir değer ortaya çıkmaktadır. “Sinerji” etkisi ile $(2+2=5)$ açıklanan bu durum, bütünün kendisini oluşturan parçaların toplamından daha yüksek bir değere sahip olacağını ifade etmektedir.⁶⁰

Bir sistemi oluşturan unsurların birleştirilmiş faaliyetlerinden elde edilen toplam sonucun, tek tek bütünü oluşturan unsurların faaliyetlerinden elde edilen sonuçların toplamından daha büyük olması olarak tanımlanabilecek sinerji, şirket birleşmelerinde, birleşen şirketin değerinin, birleşmeden önce ayrı ayrı şirketlerin değerlerinin toplamından daha büyük olması şeklinde de tanımlanabilir.⁶¹

Şirketlerin, birleşme yoluyla sinerji elde etmek için, hem içsel hem de dışsal unsurlarını göz önünde bulundurmaları gerekir.

Şirketlerin göz önünde bulundurmaları gereken içsel unsurlar; şirketin varlıkları, işgücünün niteliği, genişleme veya işletme sermayesi yaratabilme yeteneği, üretim teknolojisinin bugünkü durumu, üretilen çeşitli ürünler arasında kaynakların dağıtımı, yeni durumlar karşısında organizasyon yapısının genişleyebilirliği ve uyum gösterebilme yeteneği gibi firmanın genel karakterlerini içerir.⁶²

⁶⁰ Akay, a.g.e., s. 14.

⁶¹ Çelik, a.g.e., s. 31.

⁶² Green, a.g.e., s. 15.

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 yasal düzenlemeler gibi unsurlardan oluşmaktadır.⁶³

3.2. SİNERJİYİ DOĞURAN NEDENLER

3.2.1. Finansal Nedenler

Hızla büyüyen şirketler, büyümelerini finanse etmede güçlüklerle karşılaşabilirler. Bu işletmeler büyümelerini durdurmak yerine, beklenen büyümeyi finanse etmek için gerekli olan kaynakları, bu olanağa sahip başka şirketlerle birleşerek elde edebilirler. Ayrıca tasfiye aşamasına gelecek kadar kötü durumdaki işletmeler için de birleşmeye gitmek bulunmaz bir fırsat niteliğindedir.

Şirketlerin karşılaştıkları finansal problemlerin en önemlilerinden biri yetersiz çalışma sermayesidir. 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 karşılanacaktır. Bununla birlikte, bir şirketin ilk yıllarındaki karlılığı büyük olasılıkla az olacağından işletme giderek artan bir finansman ihtiyacı içinde olacaktır. Bu ihtiyacın karşılanmasında borçlanmaya gitme yolu birçok şirket tarafından benimsenmesine rağmen, optimal sınırlar üzerinde borçlanma, şirketi daha fazla riskle karşı karşıya bırakacağından bu yol sınırsız olarak kullanılamayacaktır.⁶⁴

Bir şirketin diğer bir şirket ile birleşmesinde sinerjiyi doğuran finansal nedenlerden biri de finansal kaldıraç etkisinden yararlanmaktır. Bazı şirketlerin, özellikle küçük şirketlerin borçla finansman sağlamakta bazı güçlükleri vardır. Bu nedenle borç/özsermaye oranları düşüktür. Daha fazla borçlanarak finansal kaldıraç etkisinden yararlanmak isteyen bir şirket, borç/özsermaye oranı düşük böyle bir şirket ile birleşerek borçlanma kapasitesini arttırabilir.

⁶³ Green, a.g.e., s. 15.

⁶⁴ Çelik, a.g.e., s. 34.

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

3.2.2. Ölçek Ekonomileri

Şirketlerin, işletme büyüklüğü veya üretim ölçeğindeki artış nedeniyle kendi içinde sağladığı olumlu etkilere ölçek ekonomisi (economies of scale) denir.⁶⁵ Aynı iş kolunda çalışan, henüz etkin ölçek büyüklüğüne ulaşmamış işletmeler, birleşme yoluyla birim maliyetleri aşağı doğru çekebilirler. Ölçek ekonomileri ile sinerjiden yararlanmanın amacı aynı gibi görünmesine karşın, bu iki nedenin amaçları temelde farklıdır. Ölçek ekonomileri aynı maldan daha çok miktarları daha ucuza üretmek amacına dayandığından, ağırlık üretim işlevi üzerine yoğunlaşmaktadır. Buna karşılık, birleşme sonucu işletmelerin daha karlı duruma geçmeleri sinerjik etkinin bir sonucudur.⁶⁶

Optimal ölçeğe ulaşınca kadar şirketin ölçeği arttırılarak uzun dönem ortalama maliyetlerin düşmesinde “ölçeğe göre artan getiri” durumu söz konusu olmaktadır. Optimal ölçek büyüklüğünden sonra şirket ölçeğini arttırmaya devam ederse ortalama maliyetlerin artması sonucunu doğurmaktadır. Bu durumda ise “ölçeğe göre azalan getiri” söz konusu olmaktadır.⁶⁷

Birleşme yoluyla ölçek ekonomilerinden yararlanma, yaygın olarak yatay birleşmelerde görülmektedir. Yatay birleşme ile şirketler pazar paylarının arttırılması ve rekabetin azaltılmasının yanı sıra, birleştiği şirketin makina ve teçhizatlarını piyasadan daha ucuza mal edebilecektir. Ayrıca hazır kapasitelerin devralınması bu kapasitelerin kurulmasından daha kısa sürede gerçekleşecektir.⁶⁸

Dikey birleşmelerde ise şirket ya ileriye doğru, ya da geriye hammadde kaynağına doğru genişleyerek dağıtım ve satın alımlarında daha fazla denetim

⁶⁵ Çelik, a.g.e., s. 38.

⁶⁶ Alpugan, a.g.e., s. 121.

⁶⁷ Çelik, a.g.e., s. 39.

olanağı sağlayabilir. Aynı ürünün farklı aşamalarında faaliyet gösteren şirketler arasında yapılan dikey birleşmelerin sakıncalı yönü, aynı dönemsel dalgalanmalara sahip pazarlara doğru genişlemedir. Karma birleşmelerde, ölçek ekonomilerinden yararlanma olanağı diğer birleşme türlerine göre görece olarak daha azdır.⁶⁹

3.2.3. Çeşitlendirme

Herhangi bir şirketin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını arttırması anlamına gelen çeşitlendirme (diversification), riskten kaçınmak isteyen birçok şirketin birleşmesinde belirleyici faktördür. Doğal olarak çeşitlendirme ile şirketlerin belirli bir alanda uzmanlaşma derecesi azalır. Pazardaki gelişmeye ve teknolojinin artan karmaşıklığına rağmen, işletmelerin uzmanlaşmadan daha fazla çeşitlendirmeye gitme yolunda eğilim gösterdikleri görülmektedir.⁷⁰

Şirketlerin çeşitlendirme yoluyla büyümelerinin birçok nedeni vardır. Bu nedenler ekonomik olabileceği gibi, hukuksal da 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.⁷¹

Bazı durumlarda şirketler içinde bulundukları sektörde herhangi bir kısıtlama olmamasına rağmen çeşitlendirme yoluna gidebilirler. Şirketin içinde bulunduğu sektörde dönemsel dalgalanmalar yaşanıyorsa şirket bu durumdan kurtulmak için daha istikrarlı sektörlerdeki şirketlerle birleşme yoluna gidebilir. Ayrıca şirketler yüksek risk taşıyan projeleri yüklendikleri zaman çeşitlendirme yoluna giderek bu riski azaltabilirler.

⁶⁸ Nurhan Aydın, *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*, TOBB Yayın No: Genel 150; Ar-Ge 62, Ankara, 1990, s.15.

⁶⁹ Volkan Hacımehmetoğlu, “Şirket birleşmeleri ve Devralma Üzerine Bir Çalışma”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), s. 12.

⁷⁰ Çelik, a.g.e., s. 40.

⁷¹ Çelik, a.g.e., s. 40.

Bir çeşitlendirme stratejisinin şirket değerini arttırabilmesi, diğer bir deyişle, ortakların servetini arttırabilmesi için aşağıda belirtilen iki koşuldan en az birinin gerçekleşmesi gerekir:⁷²

- 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 gerçekleştirecekleri kazançların artışından daha büyük olması gerekir.

3.2.4. Vergi Avantajı

Vergi kazançları bazı şirket birleşmeleri için güçlü bir teşvik edici unsurdur. Günümüzde tüm dünyada özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde, vergi avantajları birleşme faaliyetleri içinde önemli bir teşvik edici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Vergi avantajlarından faydalanma, birçok birleşme, satın alma kararının verilmesinde önemli bir faktör olmaktadır. İşletmelerin birleşmelerinde vergilerin etkilerinin araştırıldığı bir çalışmada, A.B.D.'de 1940-1947 arasında gerçekleşen 1980 işletme birleşmesinin dörtte birinde birleşme nedenlerinin en önemlisi olarak vergi avantajı gösterilmiştir.⁷³

Vergi unsurunun birleşmelere olumlu etkisinin yanında, sosyal fayda açısından olumsuz etkilerinin de olacağı kesindir. Birleşme sonucu ortaya çıkan birleşme karının vergilendirilmemesi, sosyal fayda açısından istenmeyen bir durumdur. Çünkü bu yolla şirketler birleşmeden bir kazanç elde ettikleri halde, birleşmelerin teşvik edilmesi adına bunun vergilendirilmemesi sosyal çıkarlar açısından sakıncalı bulunmaktadır. Bundan dolayı birçok ülke vergi uygulamalarında, birleşmeden kaynaklanan kazançları muafiyet kapsamına almaktansa, verginin ertelenmesi yoluna gitmektedir.

Birleşmeden doğan olası vergi kazançları şu durumlarda ortaya çıkabilir:

⁷² Çelik, a.g.e., s. 42.

3.2.4.1. Net Faaliyet Zararı Olan Bir Firma İle Birleşme

Bazı ülkelerde, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yılların karlarından indirim yapma olanağına sahip şirketler, karlı bir şirket ile birleşerek zarar indirimi nedeniyle vergi kanunlarının öngördüğü sınırlar içinde birleşmenin sağlayacağı karlar üzerinden vergi ödememek olanağını elde edebilirler. Eğer vergi yasaları, karlı bir şirketin zararlı bir şirket ile birleşmesi halinde bu zararın vergi matrahından indirilmesi olanağını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı bir şirket ile birleşmeyi özendirir.

3.2.4.2. Kullanılmamış Borçlanma Kapasitesi

Optimal borç/özsermaye oranına sahip bir şirket, borçla finansman yoluna giderse ek borçlanmadan kaynaklanan finansal baskı (financial distress) maliyetleriyle karşılaşır. Çünkü şirket değerini maksimum ve şirketin sermaye maliyetini minimum yapan borç/özsermaye 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 değeri 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.⁷⁴

Böyle bir durumdaki şirket, borçlanma kapasitesine sahip başka bir şirket ile birleşme yoluna giderse, birleşme sonucu oluşan yeni şirketin borç/özsermaye oranı eskiye göre daha düşük olacaktır. Böylece sağlanan ek borçlanmadan vergi avantajı sağlanacaktır.⁷⁵

⁷³ Aydın, a.g.e., s. 207.

⁷⁴ Çelik, a.g.e., s. 46.

⁷⁵ Çelik, a.g.e., s. 46.

3.2.4.3. Amortisman Ayırmadan Kaynaklanan Vergi Avantajları

Diğer bir vergi teşviki, amortisman 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 şirketler, birleşme sonucunda daha fazla amortisman tabi maddi duran varlık elde etmeleri söz konusu olduğundan, amortisman giderleri vergilendirilebilir kazancı azaltacaktır.⁷⁶

3.2.4.4. Serbest Nakit Akımları Kullanılarak Birleşme

Serbest nakit akımlarına sahip olan şirketler bu fazlalıkları birçok şekilde değerlendirebilirler. Bu alternatiflerin hemen hepsinin vergisel sonuçlar doğuracağı bir gerçektir. Fakat serbest nakitler kullanılarak başka bir şirket ile birleşildiğinde hiçbir vergisel yükümlülük doğmamaktadır. Birçok ülkede birleşmeden doğan karlar ya ertelenmekte ya da hiç vergilendirilmemektedir. Bu da şirket birleşmelerini özendiren diğer bir unsurdur.

3.2.5. Etkin Olmayan Yönetimin Değiştirilmesi

Şirketler, yeniden yapılanmalarını gerektiren pazar koşullarında veya teknolojik değişmelerle karşı karşıya kaldıklarında, durumun gereklerini yerine getirebilecek yönetim kadrosuna sahip olmaları gerekir. Eğer bu sağlanamazsa şirketin değeri düşecektir. Günümüzde bu durumda olan birçok şirket faaliyet göstermektedir. Bu tür şirketler varolan yönetiminde bir değişiklik yaptığında pazar değerini yükseltebilir. Yöneticilerin, bu değişime cevap veremediği durumlarda şirketin pazar değerini arttıracak gelişmelere karşı kayıtsız kalan yönetimin değiştirilmesi gerekir.⁷⁷

Etkin olmayan yönetim kısa dönem için sözkonusu olabilir. Uzun dönemde, etkin olmayan yönetimin başarısız unsurları değiştirilebilir. Yetenekli bir yönetimden

⁷⁶ Çelik, a.g.e., s. 47.

⁷⁷ Hacımehmetoğlu, a.g.t., s. 13.

yoksun bulunan ve yetenekli yöneticiler istihdam etme olanakları kısıtlı işletmeler, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm bulabilirler.⁷⁸

Birçok nedenden dolayı yetenekli bir yönetimden yoksun ve yetenekli yöneticileri istihdam etme olanağı kısıtlı şirketler için şirket birleşmeleri iyi fırsattır. Genellikle işletmenin sahip olduğu sorunların nedeni yeteneksiz yöneticilerdir. Bu açıdan bakıldığında etkin yönetimin önemi daha iyi anlaşılabilmektedir. Etkin bir yönetim organizasyonuna sahip bir şirketle birleşmek bu gibi durumlarda sorunların büyük kısmını kısa sürede ortadan kaldırabilir. Şirket birleşmeleri her ne kadar yönetimi etkin hale getirmenin tek yolu değilse de, çoğu zaman şirketlerce temel ve pratik bir yol olarak görülmektedir.

3.2.6. Gelir Artışı Sağlama

Şirket birleşmelerinin amacı, iki şirketin ayrı ayrı elde edeceği gelirden daha fazla gelir elde etmektir. Bu gelirler birçok yerden kaynaklanabilir.

3.2.6.1. Pazarlama Kazançları

Birleşmeler genellikle şirketlerin pazarlama fonksiyonunu geliştirerek daha büyük faaliyet kazançları elde edilmesine yol açar. Bu çeşitli şekillerde olabilir. Pazar yeterince tanınmadığında, dağıtım yollarında sorun varsa ya da hedef kitlenin yeterli kısmına ulaşamıyorsa pazarlama fonksiyonu bu alanlarda uzmanlaşmış şirketlerle birleşmek iyi bir çözüm olabilir.

3.2.6.2. Stratejik Kazançlar

Bazı birleşmeler, birleşme sonunda stratejik faydalar sağlar. Şirket birleşme yoluyla stratejik faydalar gerçekleştirebilecekse, birleşmeyi diğer yatırım alternatiflerine tercih eder. Örneğin dikiş makinası üreten bir şirket, bir bilgisayar firmasıyla birleşirse, gelecekte bilgisayar destekli dikiş makinaları üretimi teknolojisi gerçekleştirebildiğinde, şirketlerin gelecekteki pozisyonu bugünden çok daha iyi

⁷⁸ Hacımehmetoğlu, a.g.t., s. 14.

olacaktır. Bu durumda dikiş makinası üreten firma, bilgisayar firmasıyla birleşmesinde stratejik bir fayda beklemektedir. Birleşme kararını alternatif yatırım kararlarına tercih etmiştir.⁷⁹

3.2.6.3. Monopol Gücü Elde Etmek

Bir şirket, diğer şirket ile rekabetini ortadan kaldırmak için birleşebilir. Pazarda rekabet düzeyi azalırsa fiyatlar yükselir ve faaliyet gösteren şirket açısından monopolcü karları görülebilir. Bu açıdan yaklaşıldığında, pazardaki rekabeti azaltma amaçlı birleşmenin sosyal fayda sağlayamayacağı açıktır. Bundan dolayı da, ülkelerin rekabetin korunmasıyla sorumlu organlarınca, birleşmenin gerçekleşmesi engellenebilir.⁸⁰

Pazar payı ile şirket birleşmeleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyan çalışmalar, artan pazar gücünün birleşmenin belirgin bir sonucu olduğunu göstermektedir. Eğer pazarda rekabet seviyesi, birleşme yoluyla azalıyorsa, endüstrideki tüm şirketler, endüstride üretilen ürünlerin fiyatlarının yükselmesinden dolayı fayda sağlayabilirler.⁸¹

3.2.7. Yeni Pazarlara Girme

Birleşmeler çoğunlukla yeni pazarlara ve endüstrilere girmenin en hızlı yoludur. Yeni alanlara girmek isteyen, yeterli bilgi birikimi olmayan veya uygun bir dağıtım ağı eksik olan bir şirketin, yeni alanlara girmesi hem riskli hem de maliyetli olacaktır.⁸²

Pazar gücü, birkaç büyük firmanın bulunduğu endüstrilerde yapılacak birleşmeler için bir motivasyon unsuru olarak kabul edilebilir. Çok sayıda firmanın faaliyet gösterdiği endüstrilerde ise birleşmeler çok fazla pazar gücü sağlayabilir.⁸³

⁷⁹ Çelik, a.g.e., s. 56.

⁸⁰ Çelik, a.g.e., s. 57.

⁸¹ Çelik, a.g.e., s. 57.

⁸² Çelik, a.g.e., s. 57.

⁸³ Dubin, a.g.e., s. 32.

Şirketler ve endüstriler arasında yönetim becerilerinin (managerial skills) ve teknik yeteneklerin eşit olmayan dağılımı ve yayılımından dolayı küçülen endüstrilerdeki firmalar, büyüme eğilimlerini koruyabilmek için yeni teknolojilere geçmekteki güçlüklerine çözümler aramaktadırlar. Gelişmiş teknolojileri başarılı bir şekilde uygulamadaki tereddütler yeni kurulmuş bir şirket için daha fazla olacaktır. Bir endüstriye yeni girmiş şirket, büyük girdiler ve uzun bir zaman aralığı için negatif nakit akımlarıyla karşılaşacağından daha riskli halde olacaktır. Kurulu bir şirket ile birleşme, şirketlere, yüksek riskli yatırımlarda başarı şansını arttıran olanaklar sağlayacaktır.⁸⁴

3.2.8. Diğer Nedenler

Birleşmelerin nedenleri arasına yukarıdakilerin yanına şu nedenleri de eklemek mümkündür:⁸⁵

- Bir ürüne aşırı bağılılığı azaltmak,
- Parçalanmış bir sanayi işkolunu yeniden düzenlemek,
- İşletmenin stratejik örgütlenmesini yapabilmek,
- İşletmenin stratejik yönünü değiştirmek,
- İçsel geliştirmeye oranla zamandan tasarruf etmek,
- Piyasada firmaya prestij sağlama,
- Alıcı işletmelerin hedef işletme hakkında diğer işletmeler tarafından bilinmeyen önemli bilgilere sahip olmaları,
- Ekonomik krizlerde varlığını sürdürmek.

⁸⁴ Çelik, a.g.e., s. 57.

⁸⁵ Özutku, a.g.t., s. 33.

4. BİRLEŞME SÜRECİ

Uygulamada tüm şirket birleşmelerinin başarı ile tamamlandığını ileri sürmek güçtür. Uygulamada başarıyla tamamlanmış şirket birleşmeleri olduğu kadar bundan çok daha fazla tamamlanamayan şirket birleşmesi çabaları vardır. Birleşmelerin tamamlanamamasının altında yatan temel neden, tarafların birleşmeden bekledikleri faydaların birbirleriyle örtüşmemesinden kaynaklanmaktadır. Bunun nedeni ise şirketlerin birleşme sürecine yeterince önem vermemelerinin bir sonucudur. Birleşme kararı bir şirketin yaşamında her zaman karşılaştığı bir karar değildir. Birleşme süreci, karmaşık ve zor bir süreçtir. Birleşme süreci tamamlanıncaya kadar şirket yaklaşık olarak 2000 temel adım atar ve 10000 rutin olmayan karar verir. Bu kadar karmaşık olan bir sürecin başarı ile tamamlanması için sürecin her bir aşamasının ayrı ayrı değerlendirilmesinin gerektiği açıktır.⁸⁶

Birleşme süreci, genel olarak üç aşamada gerçekleştirilmektedir. Bunlar:⁸⁷

- Birleşmenin planlanması,
- Birleşilecek şirketlerin araştırılması ve seçimi,
- Belirlenen şirket ile görüşme aşamalarıdır.

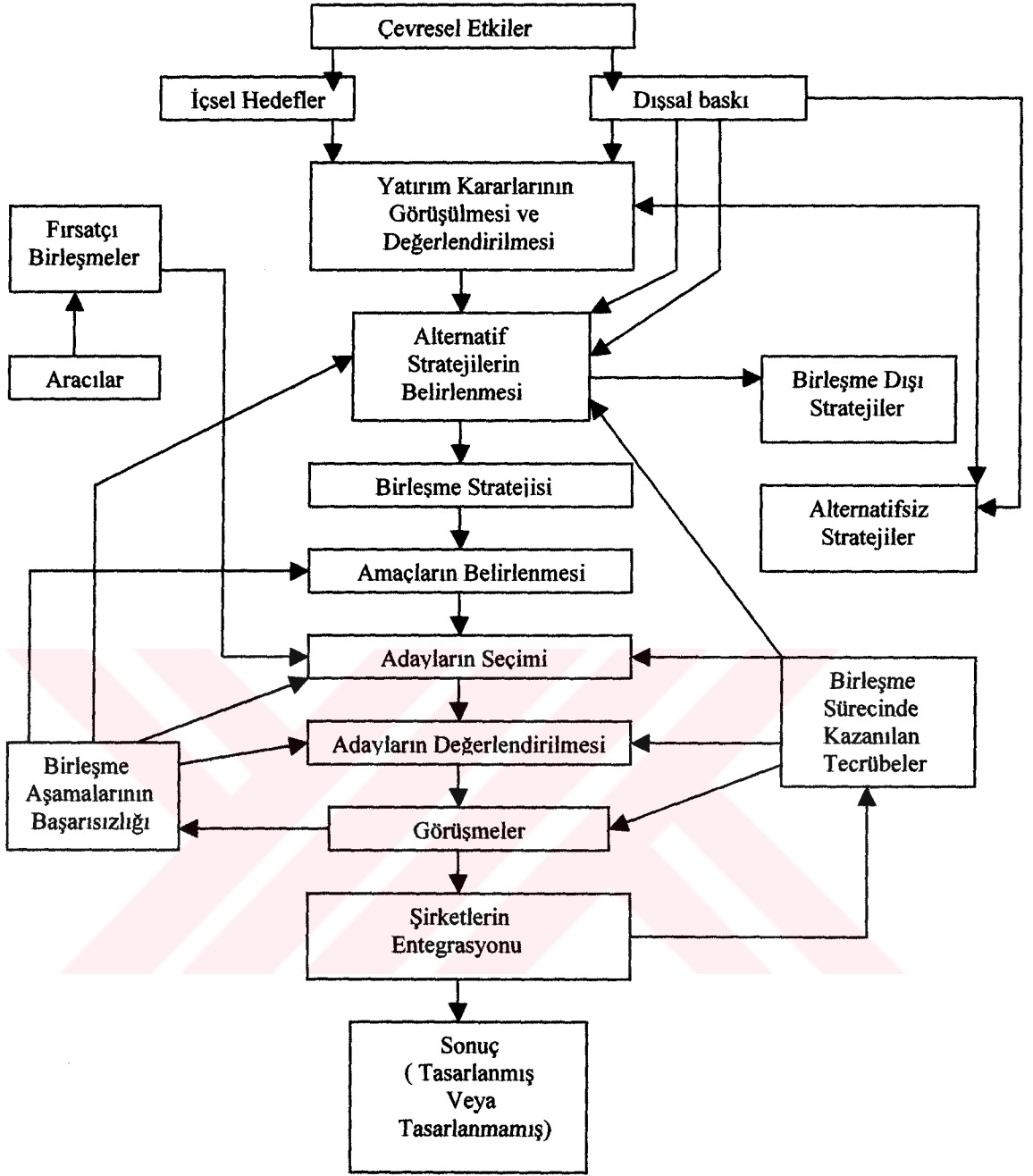
4.1. BİRLEŞMELERİN PLANLANMASI

Birleşme, şirketler için riskli ve maliyetli bir işlemdir. Şirketin birleşme kararı; yöneticileri, çalışanları, işletmeye mal satanları, tüketicileri, yatırımcıları ve işletmenin içinde yer aldığı toplumu yakından ilgilendirir. Bu açıdan bakıldığında hiçbir yatırım kararı bir şirketin aktif ve pasifi ile diğer bir şirket ile birleşmesi kadar kapsamlı olmadığı gibi, geriye dönülmez bir nitelik de taşımaz.⁸⁸

⁸⁶ Çelik, a.g.e., s. 59.

⁸⁷ Green, a.g.e., s. 21.

⁸⁸ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6.Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın no:63, İstanbul, 1995, s. 885.



Şekil 4.1.: Birleşme Süreci

Kaynak: Milford B. Green, Mergers and Acquisitions, sf. 22.

Birleşme gibi önemli bir kararın alınmasında planlama çalışmalarına gereken önemin verilmesi gereklidir; çünkü, birleşme sonrasında ortaya çıkabilecek sorunların çoğu iyi bir çalışma yapılması halinde daha planlama aşamasında çözüme kavuşturulabilir. Bu nedenle birleşmenin başarısındaki en önemli etkenler olarak, yapılan planlama çalışmalarını ve katılanların yeteneklerini gösterebiliriz.

Birleşmelerin planlanması aşaması, şekil 1’de de görüldüğü gibi şu adımların atılmasını gerekli kılar:

- Şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçlara ulaşmada araçların seçilmesi,
- Birleşmenin işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması,
- Potansiyel şirketleri analiz etmek için gerekli kriterlerin geliştirilmesi.

Birleşme faaliyetinin ilk yaşamsal adımı şirketin amaçlarının belirlenmesidir. Şirket amaçlarının belirlenmesi; yatırım politikalarının saptanmasında, kaynakların seçiminde ve yatırım proje ve programlarının hazırlanmasında yöneticilere yol gösterir. İyi saptanmış amaçlar, yöneticilerin yanlış yola sapmalarını veya farklı yöneticilerin farklı zamanlarda birbirleriyle çelişen kararlar almalarını önler. Amaçlar 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, endüstrinin büyüme oranı, yasal düzenlemelerin derecesi, endüstriye giriş engelleri gibi endüstriyi ilgilendiren kriterler yanında hedef şirketin yönetim gücü, pazar payı, karlılığı, ölçek ve sermaye yapısı gibi şirketi ilgilendiren kriterler de olabilir. Birleşme kararı vermiş bir şirket için belirlenen kriterlere şunlar örnek olarak verilebilir:⁸⁹

⁸⁹ Çelik, a.g.e., s. 62.

Uygunluk: Birleşmek için aday şirketin uygun olması, sayısal olarak basitçe ifade edilmesi zor olmakla birlikte, adayın değerlendirilmesinde son derece önemli bir kriterdir. Karlılık açısından uygun görülen fakat alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olan, bu yüzden de başarısız olan pek çok birleşme ile karşılaşilmektedir. Uygunluk kriteri;

- İnsan kaynağı,
- Fiziksel kaynaklar,
- Teknoloji,
- Pazarlama,
- Finansal kaynaklar,
- Çevresel uygunluk gibi çeşitli açılardan değerlendirilebilir.⁹⁰

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.⁹¹

Sermayenin verimliliği: Potansiyel bir birleşme, yatırımlar üzerinden minimum getiri oranı ya da beklenen getiri oranına göre değerlendirilmiş olmalıdır. Bu getiri oranı;

- Şirketin tarihi yatırımları üzerinden hesaplanan getiri oranına,
- O endüstride faaliyet gösteren önde gelen şirketlerin getiri oranına,
- Rakip şirketlerin getiri oranına,
- Şirketin alternatif maliyetlerine dayanılarak belirlenebilir.⁹²

Şirketin güçlü yönlerini kullanabilme potansiyeli: Birleşmek isteyen şirketin güçlü olduğu alanları belirlemesi ve bu gücü en iyi şekilde kullanabileceği adayların seçimi için çalışması gerekmektedir.

⁹⁰ Çelik, a.g.e., s. 63.

⁹¹ Çelik, a.g.e., s. 63.

⁹² Aydın, a.g.e., s. 43.

Şirketin 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.⁹³

Kazançlarda istikrarın sağlanması: Bazı endüstri kolları dönemsel dalgalanmalardan çok etkilenirler. Bu alanlarda faaliyet gösteren şirketler, çeşitlendirme yoluyla gelirlerde istikrarı sağlayacak özelliklere sahip şirketlerle birleşmek isteyeceklerdir. Böylece şirket, aynı dönemsel dalgalanmalara sahip şirketleri analiz dışı bırakabilecektir. Şirketin kendinden farklı dönemsel dalgalanmaya sahip başka bir şirket ile birleşmesiyle riski azaltabilecek; gelirlerinde istikrar sağlanacaktır.⁹⁴

Bu tipte bir hazırlık çalışması yapılarak adayların seçiminde bir fikir oluşturması açısından, gereksiz zaman enerji ve para harcanması engellenecektir.

4.2. BİRLEŞME İÇİN ADAY ŞİRKETLERİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ

Bu aşama belirlenen kriterlere dayanarak birleşme için belirlenen aday firmalar arasında yapılacak bir değerlendirme ve en uygun adayın seçilmesi sürecidir.

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, şirketin sahip olmadığı veya yeterli düzeyde sahip olmadığı tamamlayıcı gücü elde etmesini sağlayacaktır. Diğer özellikler sabitken, zayıflıklar birleşilerek 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 firma olacaktır.⁹⁵

⁹³ Aydın, a.g.e., s. 43.

⁹⁴ Çelik, a.g.e., s. 64.

⁹⁵ Çelik, a.g.e., s. 65.

Birleşme için uygun bir aday firma aşağıdaki niteliklerden bir veya birkaçını sunacaktır.⁹⁶

- Ürün çeşitlendirmesi,
- Varlık maliyetlerinin azaltılması,
- Coğrafi genişleme,
- Firma hedefleri arasında bulunan bir alanda uzmanlık.

4.3. BİRLEŞME GÖRÜŞMELERİ

Bir şirket birleşmesinde görüşmelerin koşulları iki önemli unsuru kapsar.⁹⁷

- Birleşme sonunda şirketi kim yönetecek?,
- Birleşmede ne kadar ve nasıl ödeme yapılacaktır?,

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 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 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 karlı emeklilik, yüksek tazminat ödemesi şeklinde gerçekleşebilir.⁹⁸

⁹⁶ Hazel Johnson, *Mergers and Acquisitions*, Redwood Books, England, 1999, s. 23.

⁹⁷ Çelik, a.g.e., s. 66.

⁹⁸ Çelik, a.g.e., s. 66.

Birleşme sonuçları açısından, başarılı bir birleşme işleminden fayda sağlayan bir 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 grubudur. Dolayısıyla birleşme görüşmelerinde bu grup, kendi çıkarlarını hisse senedi sahiplerinin çıkarlarından daha üstün tutacak girişimlerde bulunabilmektedirler.⁹⁹

Eğer bir anlaşmaya varılırsa, iki yönetim grubu hisse senedi sahiplerine teklifleri götürecek ve birleşmeyi onaylamalarını önereceklerdir. Hisse senedi sahipleri onaylarsa şirketi satın alacaklardır. Onlara ya kendi şirketlerinin hisselerini verecekler ya da diğer ödeme yöntemlerini kullanacaklardır. Böyle bir işlem “dostça birleşmeler” olarak tanımlanır. Ancak, “düşmanca birleşmeler” de sözkonusudur.¹⁰⁰

Düşmanca şirket birleşmesinde, genellikle hedef şirketin yönetiminin birleşme teklifini reddetmesi durumunda alıcı şirket doğrudan hedef şirketin hisse senedi sahiplerine teklif (tender offer) götürür. Hisse senedi sahiplerine teklifte, doğrudan doğruya hisse senedi sahiplerine başvurulduğu için, hedef şirket yönetimi tarafından onaylanmayı gerektirmez. Böyle bir durumda dikkatli olunması gereken nokta ortaklara teklif yapılınca kadar bu amacın gizli tutulmasıdır. Bunun tersi durumunda, sözkonusu şirketin yöneticileri birtakım savunma taktiklerine başvurarak birleşmeyi önlemek için harekete geçebilirler.¹⁰¹

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 fiyatla diğer bir şirketi devralmaya çalışacaktır. Buna karşın hedef şirket 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 ulaşmak yönündedir. En iyi pazarlığı yapan taraf birleşme görüşmelerinde daha kazançlı çıkacaktır. Hemen belirtilmelidir ki birleşmeden beklenen sinerjik faydalar ne kadar büyükse pazarlık payı o kadar

⁹⁹ Çelik, a.g.e., s. 66.

¹⁰⁰ Hacımehmetoğlu, a.g.t., s. 18.

¹⁰¹ Hacımehmetoğlu, a.g.t., s. 19.

büyük olacak ve birleşmenin tamamlanma olasılığı o kadar yüksek olacaktır. Çünkü beklenen bu faydalardan dolayı firmalar daha olumlu tekliflerde bulunacaklardır.¹⁰²

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 bütçelemesi analizi yapar. Eğer net bugünkü değerin 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 uygulamasında bazı sorunlar söz konusu olmaktadır. Bu sorunlar şu şekilde sıralanabilir:¹⁰³

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

Aracılar (deal intermediaries), birleşme taraflarını biraraya getiren, şirketlerin değerlemelerini yapan, yasal düzenlemeler hakkında danışmanlık hizmeti veren veya pazarı araştıran taraf olarak birleşme sürecine katılırlar. Aracılar birleşme sürecinde, yaptıkları aracılık işleminin karşılığında alacakları ücret ve benzeri ödemelerin yüksek olmasını isterler.¹⁰⁴

Aracılar şirket birleşmelerine aşağıdaki faaliyetleri ile aracılık ederler:¹⁰⁵

- Birleşmelerin daha çabuk tamamlanmasına yardımcı olma,

¹⁰² Çelik, a.g.e., s. 68.

¹⁰³ Çelik, a.g.e., s. 68.

¹⁰⁴ Çelik, a.g.e., s. 69.

¹⁰⁵ Çelik, a.g.e., s. 69.

- Düşmanca şirket birleşme girişimine karşı koymada hedef şirkete yardımcı olma,
- Birleşen şirketlerin değerlemesini yapma,
- Hukuksal danışmanlık hizmeti verme.



5. BİRLEŞMELERDE ŞİRKET DEĞERLEMESİ

Şirket değerinin belirlenmesi, şirket ile ilişkisi olan birçok taraf için son derece önemlidir. Şirket değeri ile ilgilenenler 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 önemlidir. Bu şekilde şirkete borç verenlerin şirketin likiditesini ve kredi yeterliliğini görmeleri gerekir. Bunun yanı sıra şirket birleşmelerinde de birleşen şirketlerin değerinin belirlenmesi gerekir. Çünkü birleşme görüşmelerinde, birleşmeye taraf olan her iki şirketin de değerinin belirlenmesi birleşmenin sonucunu ve yönünü etkilemektedir.¹⁰⁶

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 özkaynaklarının 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 koşullarının dikkate alınarak şirketin bütün olarak değerinin belirlenmesi gerekir.¹⁰⁷

Şirket değerinin belirlenmesinde bilançoda yer alan kalemlerin ayrı ayrı değerlerinin belirlenerek şirketin bütün olarak değerinin hesaplanmasında karşılaşılan diğer bir sorun da ilgili kalemlerin değerinin belirlenmesinde hangi değer hesaplamaya alınacağı tartışmalı olmasıdır. Çünkü bilanço kalemleri şirketin bilançosunda maliyet değeriyle yer almaktadır. Bu değer hesaplamaya alınması şirket değerinin tam olarak belirlenmesinde sorunları da beraberinde getirecektir. Bilanço kalemlerinin pazar değeri ile şirket değeri hesaplanmaya alınmasında da benzer sorunlarla karşılaşılır.¹⁰⁸

Şirket değerinin belirlenmesinde karşılaşılan diğer bir sorun da şirketin bilançosunun tam olarak şirketin tüm varlıklarını yansıtamamasıdır. Şirket çalışanlarını özellikleri, eğitim durumları, şirketin sahip olduğu kuruluş yeri

¹⁰⁶ Çelik, a.g.e., s. 79.

¹⁰⁷ Çelik, a.g.e., s. 79.

üstünlüğü gibi faktörler bilançoda varlık olarak gösterilemez. Oysa bu gibi faktörler şirketin başarılı olmasında son derece önemli olmaktadır. Bu faktörlerin şirket değeri hesaplanırken dikkate alınması gerekir.

Birleşmelerde, değerleme süreci, birleşilecek her iki şirketinde değerlendirilmesini gerektirir. Şirketler değerlendirilirken şu sorulara yanıt aranır:

- Şirketin değeri nedir?,
- Çeşitli alternatif kararların alınması durumlarından şirketin değeri 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.

5.1. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket değerinin belirlenmesinde birçok yöntem kullanılabilir. Bu yöntemlerden her biri farklı açılardan şirketin değerini belirlemeye yaklaştığından ve her biri ayrı varsayımlara dayandığından kullandıkları alanlar ve şirketler farklı olmaktadır. Ayrıca her yöntemin kendine özgü üstünlükleri ve sınırlılıkları vardır. Bu yüzden şirket değerlemesini yapmaktaki amaca göre değerlendirme yönteminin belirlenmesi gerekir. Şirketin değerinin belirlenmesinde uygulamada kullanılan yöntemlerden birkaçı şöyle özetlenebilir:¹⁰⁹

5.1.1. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi

Şirketin gerçek değerine ulaşmada düzeltilmiş defter değeri yaklaşımının kullanılmasında temel unsur, şirketin yayınlanmış bilançosundaki bilgilere dayanarak şirketin değerinin belirlenmesidir. Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımıyla şirketin değerinin belirlenmesinin diğer yaklaşımlara göre görece olarak daha kolay olması,

¹⁰⁸ Çelik, a.g.e., s. 79.

bu yaklaşımın sıkça kullanılmasına yol açmıştır. Ancak içerdği potansiyel sorunlar şirket birleşmelerinde şirket değerinin belirlenmesinde kullanılmasını güçleştirmektedir.

Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımına göre şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin (investor claims) değerinin toplamına eşittir. Bu yaklaşımda şirketin değeri iki yöntemle hesaplanabilir. İlk yöntemle 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.

Şirket değerinin bu yaklaşımla belirlenmesinin daha önce de belirtildiği gibi bir takım sakıncaları vardır. 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.

Şirket değerinin belirlenmesinde düzeltilmiş defter değeri yaklaşımının uygulanmasını güçleştiren faktörler şunlardır:¹¹⁰

- Enflasyon: Şirketin bilançosunda gösterilen değerler tarihi maliyetlerle kaydedilmiş olduğundan, bu varlıkların fiyatlarının enflasyona bağlı olarak yükselmesi bilançoya yansımaz. Bu açıdan bilançonun aktifinde yer alan varlıkların defter değeri pazar değerinden daha düşük olur. Her ne kadar şirketler enflasyon muhasebesi uygulayarak bu sakıncayı ortadan kaldıracabileceklerse de, enflasyon muhasebesinin uygulanmasında da bir takım sınırlar söz konusudur,

- Teknolojik yıpranma: Şirketin bilançosunda yer alan bazı maddi duran varlıklar yeni teknolojilerin geliştirilmesi nedeniyle değer kaybına uğrayabilir. Teknolojik yıpranma etkisiyle maddi duran varlıkların pazar değeri düşmüş olabilir. Her ne kadar bu varlıklar için amortisman ayrılıyor olsa da, ayrılan amortisman miktarı teknolojik yıpranmanın yarattığı değer düşmesini karşılamayabilir. Özellikle hızlı teknolojik gelişmeler bazı maddi duran varlıkların ekonomik ömrünü çok

¹⁰⁹ Çelik, a.g.e., s. 85.

¹¹⁰ Çelik, a.g.e., s. 86.

kısaltmaktadır. Böyle bir durumda düzeltilmiş defter değeri yönteminin kullanılması uygun bir yöntem olmayacaktır,

- Parayla ifade edilemeyen varlıklar: Şirketlerin bilançosuna yansımayan 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 olurlar. Düzeltilmiş defter değeri yönteminde bu varlıklar şirket değerlemesinde dikkate alınmamaktadır. Oysa bu varlıklar da şirketin değerinin oluşmasında etkili olmaktadır.

5.1.2. Hisse Senetlerini ve Borçları Değerleme Yöntemi

Şirket değerinin belirlenmesinde uygulamada kullanılan şirketin hisse senetlerini ve borçlarını değerlendirme yaklaşımı, özellikle halka açık şirketlerin değerlemesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımda şirketin değeri, şirketin dolaşımdaki hisse senetlerinin piyasa değerinin ve borçların piyasa değerinin toplamı alınarak hesaplanır. Bu yaklaşımda esas olan ilke, şirket yatırım yapanların (şirkete borç verenlerin ve şirket ortaklarının) yatırımlarının değerinin şirket değeri olarak kabul edilmesidir.

Şirketin 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.

Bu yaklaşımın şirket değerinin belirlenmesinde kullanılmasının sakıncaları da söz konusudur. Bu sakıncaların en önemlisi sadece hisse senedi sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin değerini belirleyecek olmasıdır. Bu durum hisse senedi ve borçların değerlemesi yaklaşımının kullanım alanını daraltmaktadır.

Yaklaşımın kullanılmasındaki diğer bir sakınca da hisse senetlerinin piyasada değerinin devamlı değişme gösteriyor olmasıdır. Piyasadaki arz talep koşulları hisse senedinin fiyatının sürekli değişmesine neden olmaktadır. Bu durumda hangi değer hesaplamada kullanılacağı belirlenmesi gerekir. Hisse senetlerinin ve borçların değerlemesi 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. Özellikle piyasada, hisse senedi fiyatlarının yapay olarak oluşturulması (manipülasyon) söz konusu ise şirket değerinin hesaplanmasında kullanılan hisse senedinin fiyatı, firmanın gerçek değerinin belirlenmesine engel olacaktır. Şirket birleşmelerinde, birleşme işleminin duyurulmasından önce içerden öğrenenlerin (insider traders) 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 değerlemesi 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.

5.1.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, şirketin gelecekteki nakit akımlarının belirlenerek bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamını ifade etmektedir. Bu yöntemde şirketin değeri şirketin gelecekteki nakit akımlarına dayandırıldığından diğer değerlendirme yöntemlerine göre bir takım üstünlükleri vardır. Şirketin gelecekteki nakit akımlarının değerlemede temel olarak alınması şirket değerinin daha gerçeğe yakın olarak belirlenmesine neden olmaktadır. Çünkü şirketin gelecekte yaratacağı 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 edilemeyen varlıkların etkisiyle de oluşmaktadır.

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi ile şirketin değerlendirilmesi, birçok yönleriyle sermaye bütçelemesine benzetmekle birlikte, daha karmaşık bir özelliğe sahiptir. Örneğin birleşmelerde bir şirketin devralınan varlıkların riski yanında, şirket yöneticilerinin özellikleri de bilinmemektedir. Hatta yöneticilerin bazı tutumları ve güdülleri bile birleşme sonrasında, önemli oranda değişim gösterebilmektedir. Bu ise

iskonto edilmiş nakit akımları yönteminin sermaye bütçelemesinden daha karmaşık bir takım özellikler taşıdığını göstermektedir.

Tipik bir yatırım projesinin, ilk yatırım harcaması genellikle bilinir. Birleşmelerde de en çok üzerinde durulan şey elde edilecek sinerjinin bu maliyeti haklı gösterip gösteremeyeceğinin analizidir. Bunu belirlemek ise son derece güç olmaktadır.

Tipik bir yatırım projesinin ömrü sınırlı olmasına rağmen birleşmelerde, yatırım bir şirkete yapılacağından şirketin ömrü süresizdir. 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.

Şirket birleşmelerinde birleşilecek şirketlerin varlıkları yanında borçları da birleştirilir. Dolayısıyla birleşilecek şirketin sermaye yapısının da analize katılması, sermaye bütçelemesine göre ortaya çıkan diğer bir zorluktur.

Bu yöntemin uygulanması sırasında bazı zorluklarla karşılaşılır. Sorunlardan birincisi nakit akımlarının doğru olarak tanımlanması ve bu tanımlamaya göre gelecekteki nakit akımlarının doğru olarak tahmin edilmesidir. Şirketlerin ömrünün sonsuz olduğu varsayıldığından gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesinin güçlüğü 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 görece olarak daha kolay olmaktadır.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin birleşmelere uygulanmasında karşılaşılan diğer bir güçlük, iskonto oranının belirlenmesidir. İskonto oranının belirlenmesinde birçok faktörün göz önünde bulundurulması gerekir. İlgili sektörün özellikleri, getiri oranı, dönemsel dalgalanmalar, şirketin dönemsel değişimlerinden etkilenme derecesi, rakip işletmelerin karlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen minimum getiri oranı ve alternatif getiri oranı gibi faktörler iskonto edilmiş nakit akımları yönteminde kullanılacak iskonto faktörünün belirlenmesinde dikkate alınmalıdır.

Şirketin birleşmeden önce karlı olmayan birimlerini terk etmesi ve kayıttan silmesi durumunda bunun kısa dönemde ilk etkisi şirketin karını düşürmesi olacaktır. Uzun dönemde ise etkisi nakit akımlarının artması yönünde olacaktır. Böyle bir şirketin değerlemesinin kısa varsayımlara dayandırılması, şirketin değerinin gerçek değeri yansıtmamasına yol açacaktır. İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde diğer bir güçlük olarak ifade edilebilecek bu durum değerlendirme sürecinde dikkate alınmalıdır.

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminin uygulanmasında şu aşamalar gerçekleştirilmektedir:¹¹¹

5.1.3.1. Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi

Bir şirketin gelecekteki nakit akımlarının tam olarak belirlenmesi mümkün değildir. Ancak yapılan doğru varsayımlar yöntemin başarı olasılığını arttıracaktır.

Nakit akımları ile kazançlar arasında üç önemli fark bulunmaktadır. Muhasebe kuramı 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 gerekir. Diğer bir deyişle mal veya hizmetin bedeli nakden tahsil edilmediği veya ödemeler nakden yapılmadığı sürece nakit akımı doğmayacaktır. İkincisi, muhasebe kuramında maddi duran varlıklar için amortisman ayrılır. Ayrılan amortisman şirket açısından bir nakit çıkışı gerektirmeyen giderdir. Üçüncüsü, muhasebe kuramında meydana gelmesi olası riskler için karşılık ayrılır. Fakat ayrılan karşılıkların nakit akımı üzerine bir etkisi olmaz.

Şirketin nakit akımları şu formül ile hesaplanır:

Nakit Akımları=Vergi Sonrası Faaliyet Karı+Faizler+Temettü Gelirleri+Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler-(Çalışma Sermayesindeki Artış+Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Artış)

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesi bir takım varsayımların yapılmasını gerektirir. Öncelikle şirketin

¹¹¹ Çelik, a.g.e., s. 90.

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 yararlı olacaktır.

- İşletmelerin geçmiş yıllardaki nakit akımları: Nakit akımlarının belirlenmesinde, şirketin geçmişteki nakit akımlarının analiz edilmesi gerekir. Çünkü, işletmenin önceki ve cari yıllardaki başarısı, gelecek yıllardaki başarısının önemli bir göstergesidir. Geçmiş yılların performansının belirlenmesinde son 3 ile 10 arası yılları 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 katılmalıdır.

Halka kapalı şirketlerin geçmiş nakit akımları analiz edilirken daha dikkatli davranılması 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,

- Faaliyette bulunan sektörün analiz edilmesi: Şirketlerin 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 yapılabilir.

Sektör bazındaki karşılaştırmalarda toplam net yıllık satışlar, vergi öncesi karlar, kar marjları, aktiflerin karlılığı, 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 yönünde tahminlerde bulunulabilir. Böyle bir tahminde bulunurken geçmişteki şartların gelecekte de devam edip etmeyeceği göz önünde bulundurulmalıdır,

- Gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi: Herhangi bir şirket için uzun dönemli planlama yapılırken analiz edilmesi gereken başlıca faktörler bulunmaktadır. Bunlar:

Pazar, mevcut ve gelecekteki üretim çizgisi,

Mevcut ve gelecekteki rekabet ortamı ve rakip işletmelerin geçmiş başarısını ve gelecekteki stratejisini değerlendirme,

Ürün fiyatlarının ve maliyetlerinin eğilimi,

Şirketin ihtiyaçları, sermaye geliştirme, ek giderler, işgücü ihtiyaçları,

Şirketin faaliyet sonuçlarıdır.

Bu faktörler kullanılarak şirketin gelecekteki nakit akımları tahmin edilmelidir.

5.1.3.2. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto edilmiş nakit akımları yönteminde, iskonto oranı olarak, genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır.

5.1.3.3. 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.

6. BİRLEŞMELERDE ÖDEME YÖNTEMLERİ

Birleşme kararı veren şirketler, birleşme faaliyetini tamamlamak için farklı ödeme şekilleri kullanabilirler. Görüşme sürecinin anahtar unsuru olan ödeme yöntemlerinin belirlenmesi aşamasında belirlenen ödeme yöntemi hem devralan hem de hedef firma bakımından kabul edilebilir olmalıdır. 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 şunlardır:¹¹²

6.1. NAKİT ÖDEME

Nakit ile ödeme biçiminde, alıcı şirket hedef şirketin hisse senetlerini nakit karşılığında almaktadır.

Hedef şirketin hisse senedi sahipleri açısından nakit ödemenin bir takım yararları vardır. Bunlar:

- Nakit ile ödemede, hedef şirketin hisse senedi sahiplerinin birleşme sonucunda elde edecekleri değer açıktır. Nakit ile ödeme yönteminin alternatiflerinden biri 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 önemlidir,

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

Hedef şirketin hisse sendi sahipleri için nakit ödeme teklifinin sakıncası, vergi boyutunda ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi sahibi elindeki hisse senetlerini

¹¹² Çelik, a.g.e., s. 70.

sattığında, satış fiyatı eğer aldığı fiyatın üzerinde ise bir sermaye kazancı elde etmiş olacaktır. Sermaye kazançları ise birçok ülkede gelir vergisinin konusunu oluşturur. Hisse senetlerinin değişimi yönteminde ise bu durum hisse senetleri satılıncaya kadar ertelenmiş olacaktır.

Vergi, bir hisse senedi sahibinin nakit ödemeyi veya diğer ödeme yöntemlerinin hangisini tercih edeceğinde kritik önem taşır. Özellikle bireysel yatırımcılar açısından vergi uygulaması nakit ödenmesi yöntemini reddetmeleri için yeterli bir sebep olmaktadır. Bu durumdaki bir hisse senedi sahibi nakit ödeme teklifini ret edebilecektir.

Alıcı şirketin hisse senedi sahiplerinin bakış açısından, nakit ödeme teklifinin yararları şunlardır:¹¹³

- 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 nokta 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 varolan 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 herhangi bir diğer ödeme şekline göre daha hızlı 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 nakiti olması

gerekir. Eğer firmanın yeterli nakti yoksa bu nakti borçlanarak (borrowing to obtain cash) elde edecektir. Şirketin nakit sağlamak için borçlanma yoluna gitmesi birleşme öncesi borçlanma kapasitesine bağlıdır. Şirket uygun bir borçlanma kapasitesine sahip değilse birleşmelerin nakit ödenerek gerçekleştirilmesi mümkün olmayacaktır. Bunun yanında borçlanmanın uygun koşullarda olması da gerekir.

6.2. HİSSE SENEDİ DEĞİŞİMİ YOLU İLE 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 hemde hedef şirketin gelecekteki yatırım olanakları da hisse senetlerinin değişimi yöntemini kullanma kararlarını etkilemektedir. Yüksek getiri beklenen yatırım olanakları, hisse senedi ile finansmanı çok büyük ölçüde geçerli kılmaktadır. Bu konuda yapılan ampirik çalışmalarda görülmüştür ki, eğer devralan şirket kendi hisse senetlerinin düşük değerlenmiş olduğu hakkında özel bilgilere sahipse, nakit ödeme teklifini veya tersi olarak; aşırı değerlenmiş olduğu bilgisine sahip ise hisse senedi değişimi teklifini tercih eder. Bu anlamda piyasa, şirket için, nakit teklifini “iyi haber”, hisse senedi değişimi teklifini “kötü haber” olarak değerlendirmektedir.

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 yararlar ise şöyledir:¹¹⁴

- Bu yöntem uygulandığında, daha önce belirtildiği gibi sermaye kazancından doğan gelir vergisi, hisse senedi sahipleri tarafından hisse senetleri satılınca kadar ertelenebilir,
- Hisse senedi değişimi yoluyla ödeme şeklinde, hedef firmanın hisse senedi sahipleri devrettikleri şirket ile halen finansal olarak ilgilerini sürdürecektir. Normal

¹¹³ Çelik, a.g.e., s. 72.

¹¹⁴ Çelik, a.g.e., s. 74.

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 (dillusion) neden olabilecektir. Çünkü birleşme sonucunda şirketin dolaşımdaki hisse senedi sayısı artacaktır. Hisse senedi sahiplerinin bu duruma rıza göstermeleri 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. Bu kısa dönemli bir etkidir. Çünkü birçok birleşme örneğinde, hisse senediyle ödeme yapma teklifinde bulunduğu birleşmenin tamamlanmasından kısa bir süre sonra alıcı şirketin hisse senedi sahiplerinin birçoğu hisselerini satmak için piyasaya girdikleri görülmektedir. Bu etki devralan şirketin birleşmenin ilk etkisi olarak düşen hisse senedi fiyatlarında daha sonra bir yükselme sağlayacaktır.

6.3. TAHVİL VE İMTİYAZLI HİSSE SENEDİ İHRACI YOLUYLA ÖDEME

Bugün birleşme faaliyetinde ödeme yöntemi olarak tahvil ve imtiyazlı hisse senedi diğer yöntemler kadar sık kullanılmamaktadır. Devralan şirket (alıcı şirket) açısından bu yöntemin kullanılmasında bir takım sorunlar da bulunmaktadır. Sorunlardan ilki, hedef şirketin hisse senedi sahiplerini ikna edebilmek için sabit faiz ödemelerinin hangi oranda olacağının belirlenmesindeki güçlülüktür. İkincisi, ekonomide yüksek faiz oranları 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 çok güçtür.

Bunların dışında ödeme şekli olarak bazen hisse senedine dönüştürülebilir tahviller de kullanılabilir. Bu yöntemde, belli 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.

Devralan şirketin tahvil kullanılması teklifinin o firmaya 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 beklentiler sabitken, uygun bir ödeme aracı olabilir.

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 yaratmaya başlarsa bu rezervin oluşturulması daha da hızlı olabilir.

İmtiyazlı hisse senetleri, birleşmelerde ödeme yöntemi olarak tahviller kadar sık kullanılmamaktadır. Kullanılmasındaki temel sakıncalarından biri ödemelerinin sabitlenmiş olmasıdır. Bunun yanında şirket için herhangi bir vergi avantajı sağlamaz. Devralınan şirket sahipleri için ise oy hakkı tanınmayan bir menkul kıymet türüdür.

6.4. GELECEKTEKİ 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 şöyle özetlenebilir:¹¹⁵

- Bu yöntem birleşmenin ilk finansal maliyetlerini düşürür,

¹¹⁵ Çelik, a.g.e., s. 76.

- Birleşme sonrasında devralınan firmanın elde ettiği toplam karlar, devralma fiyatı henüz ödenmemiş dahi olsa ana firmaya aktarılabilir. Bu ise yeni şirketin net kar/özkaynak 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.

6.5. YÜKSEK RİSKLİ TAHVİL İHRACI YOLUYLA ÖDEME

Düşük yatırım derecelendirilmesi ve görece olarak yüksek riskli şirketlerce çıkarılan yüksek riskli tahviller, 1980'lerin ortalarında birleşmelerin finansman kaynaklarından biri olarak sıkça kullanılmıştır. 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 nakti elde eder, daha sonra bu nakti daha büyük firmayı devralmak için kullanırlar.¹¹⁶

¹¹⁶ Çelik, a.g.e., s. 76.

7. HUKUKİ AÇIDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Türkiye’de şirket birleşmeleri birçok yasanın düzenleme alanına girmektedir. Her yasa kendi bakış açısından şirket birleşmelerine yaklaşmaktadır. Türkiye içindeki uygulamalara yön veren yasaların başında Türk Ticaret Kanunu gelmektedir. Vergi yasaları da birleşmeler hakkında düzenlemeler içermektedirler. Bunların dışında Rekabetin Korunması Hakkında Kanunda şirket birleşmelerinin rekabeti azaltma etkisinin olup olmaması bakımından şirket birleşmeleri ile ilgilenmektedir.

7.1. TÜRK TİCARET KANUNU’NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Hukuksal anlamda şirket birleşmesi, iki veya daha fazla şirketin birleşerek bir hukuksal kişilik meydana getirmeleridir. Hukuk sistemlerinde başlıca iki tip birleşme ile karşılaşılmaktadır. Bunlar “devralma yoluyla birleşme” ve “yeni şirket kurulması yoluyla birleşme” olarak ifade edilebilir.

Devralma yoluyla birleşme, en az bir şirketin ortaklarının başka bir şirkete alınması karşılığında, malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o şirkete devrederek tasfiyesiz dağılmasıdır.

Yeni şirket kurulması yoluyla birleşme ise en az iki şirketin ortaklarının yeni bir şirkete alınmaları karşılığında, malvarlıkları veya işletmelerini aktif ve pasifleriyle birer bütün olarak bu şirkete devrederek tasfiyesiz dağılmaları şeklinde tanımlanabilir.¹¹⁷

Bu tanım T.T.K.’nın 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 olanaklarını ona tahsis etmeleri, işletmenin malvarlığının bir kısmının veya tamamının devir alınması gibi hallerde, belirtilen anlamda malvarlığı birleşmesi olmadığı için teknik ve hukuksal anlamda tanıma uygun birleşme olmamaktadır.¹¹⁸

¹¹⁷ Türk, a.g.e., s. 37.

¹¹⁸ Çelik, a.g.e., s. 128.

Bundan hareketle devralma ile şirket birleşmelerinin de birbirinden kavramsal olarak ayrılması gerekir. Zira her devralma birleşme değildir. Birleşmede birleşen şirketin malvarlığı bütün olarak diğer şirkete geçer. 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 biraraya gelen şirketler arasındaki ilişkiler birleşme kapsamında yer almazlar.¹¹⁹

Birleşme terminolojisinde devralma karşılığı, devralmayı kabul eden veya yeni kurulan şirketin hisse senetleridir. Eğer devralma karşılığında para veya başka bir ivaz ödenecek olursa birleşme gerçekleşmiş olmaz. Birleşmelerde ilke olarak devralınan şirketin ortakları, devralınan malvarlığının 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 etme ilkesi denir.¹²⁰

Bu genel açıklamalardan sonra özetlenecek olursa; T.T.K. açısından birleşmelerin gerçekleşebilmesi için,

- Malvarlıklarının birleşmesi,
- Tasfiyenin ortadan kalkması,
- Birleşme sonunda oluşan şirketin hisselerinin birleşen şirket hisse sahiplerine verilmesi gerekir.¹²¹

7.1.1. Birleşmelerde Aranılan Şartlar

T.T.K.'nın "Ticaret Şirketleri" olarak belirlediği altı şirket türünden biri şeklinde kurulmuş en az iki şirketin varlığı, birleşme için kavramsal önkoşul niteliğindedir. Ayrıca yasa birleşmeye katılacak şirket sayısı için bir tavan

¹¹⁹ Çelik, a.g.e., s. 129.

¹²⁰ Hamdi Yasaman, *Anonim Ortaklıkların Birleşmesi*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No:186, Ankara, 1986, s. 181.

¹²¹ Çelik, a.g.e., s. 129.

belirlememiştir. T.T.K. 147, 148 ve 149. maddelerinde birleşmelerin koşulları belirtilmiştir. Buna göre birleşmenin koşulları şunlardır:

- Nevilerin aynı olma koşulu,
- Karar koşulu,
- Bilanço koşulu.

7.1.1.1. Nevilerin Aynı Olma Koşulu

“Birleşme yalnız aynı neviden olan şirketler arasında caizdir. Şu kadar ki, birleşme bakımından kollektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı neviden sayılır.” (T.T.K. m.147)

Bu şarta göre, şirketlerin birleşmesinde temel ilke birleşecek şirketlerin aynı neviden olmaları şarttır. T.T.K. birleşme yeterlilikleri bakımından, içlerinden bazılarını “aynı neviden” saymasından dolayı ticaret şirketlerini şu dört grupta toplamaktadır:

- Kollektif ve komandit şirketler,
- Anonim ve paylı komandit şirketler,
- Limited şirketler,
- Kooperatifler.

Her şirketin birleşme yeterliliği, içinde bulunduğu grup ile sınırlıdır. Birleşecek şirketler eşlerini kendi kümelerinden seçmek zorundadırlar.

Gruplandırmadan da açıkça görülebileceği gibi nevilerin aynı olması koşulunun yasaklayıcı ya da olumsuz etkileri, izin verici ya da olumlu etkilerinden daha fazla olmaktadır. Buna karşın T.T.K.’nın 152. maddesine göre bir ticaret şirketinin nevinin diğer bir ticaret şirketi nevine çevrilmesi mümkündür. Örneğin bir limited şirket ile bir anonim şirketin birleşmesi için önce bu şirketlerin nevi değiştirmesi gerekecektir. Yani limited şirket ya anonim şirket ya da sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket nevine dönüştürülmesi gerekir.

7.1.1.2. Karar Koşulu

T.T.K.'da birleşmenin ikinci koşulu karar koşuludur. “Birleşme için ilgili şirketlerin, mukavelelerinin değişmesi hakkındaki usul ve şartlar dairesinde, ayrı ayrı karar vermeleri ve bu kararın tescil ve ilan olunması gerekir.”(T.T.K. m.148). Buna göre karar koşulunun temel ilkesi birleşme kararının ayrı ayrı alınması ve bu kararın tescil ve ilan olunmasıdır. Bu hükmün esas amacı ortakların menfaatlerini korumaktır.

Birleşme sözleşmesinin içeriği, birleşmenin türüne göre değişik olabilir. Ancak sözleşme karşılıklı ve birbirine uyan birleşme iradeleri ile devralınan şirketin malvarlığının 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 arttırım tutarı ve işgal konuları gibi ana noktalar ile birleşmenin şartları ve taraflara yüklediği borç ve yükümlülükler yer almalıdır.¹²²

Birleşme sözleşmesinin düzenlenmesi ve onaylanmasından sonra birleşme ilgili şirketlerce karara bağlanır. Bu açıdan bakıldığında birleşme kararı bir açıdan birleşme sözleşmesinin onaylanması niteliğindedir. Nitekim bu genel hükümden ayrı olarak T.T.K.'nın “birleşme mukavelesi birleşen şirketlerden herbirinin umumi heyeti tarafından tasdik olunur.” (T.T.K. m.452/b.2) hükmü genel hükme özel bir hüküm aracılığıyla açıklık getirmiştir.

Birleşmeyi kabul eden yetkili kurulun (kollektif ve komandit şirketlerde ortakların tümü, limited şirketlerde ortaklar kurulu, anonim şirketlerde ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde genel kuruldur) aldığı kararın tescil ve ilanının hukuki etkileri, birleşen şirketlerin türüne ve şirketin devralan veya devralınan şirket olmasına göre değişir.¹²³

Anonim şirketlerin birleşmeleri halinde, devralan anonim şirketlerin onay kararının tescili ve ilanı ile devralınan şirketin malvarlığı külli halefiyet ilkesi uyarınca devralan veya yeni kurulan şirkete geçer. Geçiş anı, tescil anıdır. Onay

¹²² Çelik, a.g.e., s. 131.

¹²³ Çelik, a.g.e., s. 131.

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 malvarlığının 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 üç aylık sürenin başlangıcının belirlenmesi rolünü oynamaktadır.¹²⁴

7.1.1.3. Bilanço Koşulu

T.T.K.'ya göre, “Birleşen şirketlerin herbiri, aralarında tespit edilecek bir örneğe göre tanzim edilmiş olan bilançosunu ilan etmeye ve birleşme sebebiyle varlıkları sona eren şirketler ise ayrıca kendilerine ait borçların ne suretle ödeneceğine dair tanzim edecekleri beyannameyi bilanço ile birlikte ilana mecburlardır.”(T.T.K. m.149)

Bu madde hükmünde üç unsur düzenlenmiştir:

- Birleşen şirketlerce eş örnekli birer bilanço düzenlenmesi,
- Bu bilançoların ilan edilmesi,
- Varlıkları sona erecek şirketlerce borçlarının ödenme biçiminin açıklanacağı birer bildirinin bilanço ile birlikte ilan edilmesi.

Birleşme kararları ticaret siciline tescil ve bilançolar ile birlikte ilan edilir. Yasaya göre ilan tarihinden itibaren üç aylık bir itiraz süresi vardır.(T.T.K. m.150). Bu şartların alacaklıları korumak için konulduğu düşüncesi savunulabilir. Fakat aynı örneğe göre bilançolar düzenlenmesi, birleşecek şirketlerin ortaklarını da koruyucu bir önlem olarak düşünülebilir. Birleşme dolayısıyla ilgili şirketlerce birer bilanço düzenlenmesi, özel hükümlerle düzenlenmiş bir konu değildir.

¹²⁴ Çelik, a.g.e., s. 132.

7.1.2. Birleşmelerin Etkileri

Birleşme anında birleşen şirketlerden biri veya her ikisi de dağılır. Ancak burada olağan dağılma nedenlerinden farklı olarak, birleşme dolayısıyla dağılan şirket tasfiye edilmez. (T.T.K. m.439/I,451, 452/I) Bu şirketlerin malvarlıkları veya işletmeleri, aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak yani külli halefiyet yoluyla devralan veya yeni kurulan şirkete geçer. (T.T.K. m.151/I, 451/c.1) T.T.K.da bu bakış açısından hareketle birleşmelerin sonucu olarak şu iki etkiyi tanımlamıştır:

- Tasfiyesiz infisah (dağılma),
- Külli halefiyet (bütün olarak devir).

Bu açıdan bakıldığında birleşmeleri benzer ekonomik ve hukuksal olaylardan ayıran en önemli özelliğin bu iki etkinin düzenlenmiş olmasıdır denebilir. Bütün olarak bakıldığında ise, ticaret şirketlerinin birleşmesinde tasfiyesiz dağılma ve külli halefiyet ilkeleri işleyişleri kadar aynı amaca yönelik olmalarıyla da birbirlerini tamamlamaktadırlar.

7.1.2.1. Tasfiyesiz Dağılma

Şirketler Hukukuna göre, dağılan bir şirket kural olarak tasfiye durumuna girer. Ama ticaret şirketlerinin birleşmesinde, birleşme faaliyeti en az bir şirketin “dağılmasıyla” sonuçlandığı halde tasfiye söz konusu olmaz. Ana hatlarıyla tasfiye, şirketin aktiflerinin paraya çevrilmesi ve borçları ödendikten sonra kalanın ortaklar arasında paylaştırılması demektir. Tasfiye şirketin kesin olarak hukuki varlığını sona erdirmek için yapılan işlemleri içermesine rağmen birleşmede, şirketler kendi varlıklarını ortadan kaldırmak istemezler. Ancak bu faaliyetlerini diğer birleşen ya da yeni kurulan şirketle beraber sürdürmek durumundadırlar. Bu bağlamda birleşmede tasfiyenin bulunmaması tarafların arzu ettikleri ekonomik varlıklarını sürdürmelerinin tek koşuludur. O halde şu söylenebilir ki, tasfiye olan yerde hukuksal anlamda birleşme, birleşme olan yerde ise tasfiye olmaz.¹²⁵

¹²⁵ Türk; a.g.e., s. 149.

7.1.2.2. Külli Halefîyet İlkesi (Bütün Olarak Devir)

Türk Ticaret Kanunu'na göre, hukuk öznesine ait devredilebilir hak veya borçların başka bir hukuk öznesine geçirilebilmesi ve böylece başka bir hukuk öznesinin kendisine hukuksal halef olması için iki yol bulunmaktadır:¹²⁶

- Bu hak ve borçları tek tek ve her birine özgü ayrı devir işlemleriyle başka bir hukuk öznesine geçirmek, (cüz'i halefîyet)
- Bir hukuk öznesine ait hak ve borçlar toplamını hukuksal bir bütün (kül) olarak ve tek bir olay ve işlem ile, yani her hak veya borca özgü ayrı devir işlemlerine gerek kalmaksızın başka bir hukuk öznesine geçirmek. (külli halefîyet)

Hukuk sistemimize göre külli halefîyet ilkesinin uygulanacağı durumlar belirlenmiştir. Yani sistemimiz açısından cüz'i halefîyetin kural, külli halefîyetin ise istisna olduğu söylenebilir.

T.T.K. 151. maddesinde, ticari işletmelerde dağılan ve fakat tasfiye edilmeyen malvarlıkları veya işletmeler, külli halefîyet ilkesi uyarınca aktif ve pasifleriyle ekonomik ve hukuksal bir bütün olarak devralan veya yeni kurulan şirkete geçer.(T.T.K. m.151/I) Geçiş tek bir işlemle gerçekleşir. Bunun için birleşen anonim şirket ve paylı komandit şirketler ile kooperatiflerde devreden şirketin dağılmasının, yeni şirket kurulması yoluyla birleşmede ise birleşen şirketlerin dağılmalarından başka yeni şirketin ticaret siciline tescili gerekir.(T.T.K. m. 148, 451/c.1, b.7, 452/I,II.3)¹²⁷

Hemen belirtilmelidir ki, ticaret şirketlerinin tasfiyesiz dağılmasında ve külli halefîyet yoluyla malvarlıklarının veya işletmenin devredilmesinde ortakların ve işletme ile ilişkide olan üçüncü kişilerin çıkarlarının korunması gerekir.

Birleşmede, dağılan şirketin yerine külli halefîyet yoluyla devralan veya yeni kurulan şirketin geçmesiyle alacaklıların onayını almaya gerek kalmaksızın kendiliğinden gerçekleşen bir borçlu değişmesini de beraberinde getirmektedir.(T.T.K. m.151)

¹²⁶ Türk, a.g.e., s. 150.

¹²⁷ Türk, a.g.e., s. 161.

Alacaklıların yararına alınacak tedbirler, onların durumunun tasfiye yapılmaması nedeniyle kötüleşmesini önleyici ya da onları borçlu değişmesinin olumsuz sonuçlarına karşı koruyucu nitelikte olmaktadır. T.T.K. bu konuda, kollektif, komandit ve limited şirketlerin birleşmelerinde, birleşen şirketin alacaklılarına birleşmeye itiraz hakkı tanınmasına karşılık, (T.T.K. m.150,146/II); anonim ve paylı komandit şirketlerle kooperatiflerin birleşmelerinde uygulanan, dağılan şirket malvarlıklarının bu şirketin alacaklıları yararına belirli bir süre ayrı yönetilmesini zorunlu kılarak (T.T.K. m.451, 452/I, 453/II; K.K. m.84), alacaklıları koruma yoluna gitmiştir.¹²⁸

7.2. KURUMLAR VERGİSİ KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Kurumlar Vergisi Kanunu'nda birleşmeler, vergiye tabi olan ve vergiye tabi olmayan birleşmeler olarak ikiye ayrılmış ve vergi sonucu doğuran birleşme “birleşme”, vergi sonucu doğurmayan birleşme de “devir” olarak tanımlanarak ikili bir ayırıma gidilmiştir.

i.Birleşme:

K.V.K.'nın vergi doğuran birleşmede getirdiği ilke; “bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir” ilkesidir. (K.V.K. m.36/I) Türk Ticaret Kanunu'nda birleşmelerin en önemli sonucu tasfiyesiz dağılma olmasına rağmen, K.V.K.'da bundan farklı olarak birleşme nedeniyle dağılan kurumlar (kurumlar vergisi kapsamına giren ticari işletmeler) açısından yapılan birleşmenin tasfiye hükmünde olduğu belirtilmiştir. Buna göre, K.V.K.'nın tasfiye karının tespiti hakkındaki hükümleri, birleşme karının tespitinde de uygulanır. (K.V.K. m.36/II)

K.V.K.'nın 32. maddesi hükmü gereğince tasfiye halindeki kurumların vergi matrahı tasfiye karını oluşturur. Buna göre tasfiye karı, tasfiye döneminin sonundaki servet değeri ile tasfiye döneminin başındaki değeri arasındaki olumlu farktır. Tasfiye karı hesaplanırken;

- Ortaklara veya şirket sahiplerine tasfiye esnasında avans olarak veya sair suretle yapılan her türlü ödemeler tasfiyenin sonundaki servet değerine,

¹²⁸ Çelik, a.g.e., sf 135.

- Mevcut sermayeye ek olarak ortaklar veya sahipleri tarafından yapılan ödemeler ile tasfiye esnasında elde edilen ve vergiden istisna edilmiş bulunan kazanç ve iratlar tasfiye döneminin başındaki servet değerine eklenir.

Birleşme dönemi, birleşme kararının tescil edildiği tarihten başlar; birleşme bilançosunun kesinleştiği tarihe kadar devam eder. Bu iki tarih arasındaki dönem birleşme dönemi olarak kabul edilmektedir. Şirketlerin genel kurul karar tarihleri farklı olduğunda, sonuncu tarih esas alınmalıdır.¹²⁹

Bunların yanı sıra, birleşme nedeniyle dağılan şirket veya şirketlerde, birleşme faaliyetinin tamamlandığı tarihe kadar devam eden ticari ve sınai faaliyetlerden doğan kar söz konusu olabilecektir. Bu karların da birleşme karına eklenerek vergilendirilmesi gerekir.

K.V.K.'nın 36. maddesine göre yapılan bir birleşme işleminde, birleşen kurumun önceki dönemlerden devrolan zararı varsa, bunlar birleşme karından indirilebilir. Eğer birleşme karı geçmiş yıl zararlarından az ise, bunun birleşilen şirketin kazancından indirilmesi konusunda Kurumlar Vergisi Kanunu'nda bir düzenleme bulunmamaktadır.

ii.Devir:

Birleşme karı dolayısıyla kurumlar vergisi ödenmesini gerektirmeyen birleşme türüne “devir” denir. Başka bir deyişle, kurumlar vergisi açısından vergilendirme dışında bırakılmış bu açıdan teşvik edilmiş birleşmeye “devir” denir.¹³⁰

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 37/I. maddesi bakımından birleşmenin “devir” sayılabilmesi için aranan şartlar şunlardır:

- Devir sonucunda tüzel kişiliği ortadan kalkan ile devralınan şirketin kanuni veya iş merkezinin Türkiye’de bulunması:

Bu şartın bir başka ifadesi hem devralınan hem de devralan şirketlerin tam mükellef olmaları gereğidir. (K.V.K. m.9) Şirketlerin hem kanuni hem de iş merkezi Türkiye dışında olduğunda, şirketler dar mükellefiyet esasında vergilendirileceklerdir. İki şirketten birinin bu durumda olması halinde dahi devir esasları uygulanmayacaktır,

¹²⁹ Yılmaz Özbacı, **Kurumlar Vergisi Kanunu Yorum ve Açıklamaları**, Ankara, 1997, s. 580.

¹³⁰ Çelik, a.g.e., s. 50.

- Tüzel kişiliği sona erecek şirketin devir tarihindeki bilanço değerini devralan kurum, kül halinde devralması ve aynen bilançosuna geçirmesi:

K.V.K. 37/II.maddesi hükmü; “münfesihi kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen kurum, kül halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir” şeklindedir. Bu hükümdeki şart ile sağlanmak istenen, devrolan şirketin bilanço değerlerinin, kayıtlı değerleri ile devralan şirkete devredilmesidir. Böylece bu değerlerin cari değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki fark olan birleşme karı devrolan şirket tarafından realize edilmemiş kabul edilmektedir. Bu değerler devralan şirket tarafından elden çıkarıldığı zaman birleşme karı onun kurum kazancına yansıtılacağından vergiye tabi tutulacaktır.¹³¹

Devirde birleşen şirket bünyesinde birleşme tarihine kadar oluşmuş değer fazlaları devir tarihinde vergiye tabi tutulmamakta, vergileme ileride değer fazlalığının birleşilen şirket bünyesinde gerçekleşeceği tarihte yapılmak üzere ertelenecektir. Yani K.V.K. 37/II. maddesindeki hüküm bir muafiyet veya bir istisna değildir. Verginin ertelenmesinin gereği ise, birleşen şirkete ait bilanço değerlerinin, yeni bir değerlemeye tabi tutulmadan, olduğu gibi birleşilen şirkete geçmesidir.¹³²

K.V.K.’nın 38. maddesine göre, devirlerde aşağıdaki şartlara uyulduğu takdirde, dağılan kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilip, doğrudan doğruya birleşmeden doğan karlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez,

- Dağılan kurum ile devralan şirket ortaklaşa imzalayacakları bir devir beyannamesini birleşme tarihinden itibaren 15 gün içinde dağılan şirketin bağlı bulunduğu vergi dairesine vererek bu beyannameye devir bilançosu ekleyecektir,

- Devralan şirket, dağılan şirketin tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer yükümlülüklerini yerine getireceğini devir beyannamesine bağlı bir taahhütname ile beyan edeceklerdir.

¹³¹ Hızır Tarakçı, **Gelir, Kurumlar ve KDV Kanunlarına Göre Mükellefiyetlerin Sona Ermesi ve Kurumlaşma**, Değişim Yayınları, Adapazarı, 1995, s. 47.

¹³² Özbacı, a.g.e., s. 608.

7.3. GELİR VERGİSİ KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Gelir Vergisi Kanunu'nun (G.V.K.) mükerrer 80. maddesi, hangi tür mal ve hakların elden çıkarılmasından doğan kazançların “değer artış kazancı” olduğunu belirtmiştir. Bu maddeye göre “elden çıkarma” deyimi belirtilen mal ve hakların satılması, bir ivaz karşılığında devir ve temlik, trampa edilmesi, takası, kamulaştırılması, devletleştirilmesi ve ticaret şirketlerine sermaye olarak konulmasını ifade eder.

G.V.K.'nın 81. maddesinde ise vergilendirilemeyecek değer artışı kazançları özel olarak belirtilmiştir.

“Kazancı bilanço esasına göre tespit edilen ferdi bir işletmenin bilançosunun bir sermaye şirketine aktif ve pasifleriyle bütün halinde devrolunması, devralan şirketin bilançosuna aynen geçirilmesi ve devredilen ferdi işletmenin sahip veya sahiplerinin şirketten, devir bilançosuna göre hesaplanan özsermayesi tutarında ortaklık payı alması (bu ortaklık payını temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması şarttır)” halinde değer artışı kazancı hesaplanmaz ve değer artışları vergiye tabi olmazlar. (G.V.K. m.81/II)

Buna göre, şahıs işletmelerinin sermaye şirketine devrolunması dışındaki birleşmeler;

- ferdi işletmelerin şahıs şirketine devrolunması,
- ferdi işletmelerin birleşerek, şahıs veya sermaye şirketi kurmaları,
- şahıs şirketlerinin birleşerek daha güçlü bir şahıs şirketi kurmaları, belirtilen istisnalara girmemekte ve bu çeşit birleşmelerden doğan değer artışı vergiye tabi olmaktadır.¹³³

Vergi Usul Kanunu'nun geçici 11. maddesine göre bilançoları yeniden değerlemeye tabi tutulan ferdi işletmelerle kollektif ve komandit şirketlerin 31.12.1983 tarihinden sonra sermaye şirketine devrolunması veya nevi değiştirmeleri halinde, ferdi işletmelerin sahip veya sahipleriyle kollektif ve adi komandit şirketlerin ortaklarına yeniden değerlendirme katsayıları uygulanmamış bilançolarına göre hesaplanan özsermayeleri tutarında ortaklık payı verilmesi gerekmektedir.

Anılan tarihten sonra ferdi işletmeleri devralan şirketlerin bilançolarında yer alan aktif değerler, yeniden değerlemeye tabi tutulmadan önceki değerleri üzerinden amortismanla tabi tutulacaktır. Bu şirketlerin bilançolarında gösterilen değer artış fonları ise, yeniden değerlemeye tabi tutulmuş bulunan aktif değerlerin satışı veya şirketlerin tasfiyesi halinde birikmiş amortismanlar gibi işleme tabi tutulacaklardır.(Gelir Vergisi Kanunu Genel Tebliği, Sıra No.138, RG:06.02.1983)

Sermaye şirketlerinin birleşmeleri dolayısıyla ortakların elde edecekleri birleşmeden doğan kazanç payının vergilendirilmesi de Gelir Vergisi Kanunu'na göre olmaktadır. Şirketlerin birleşmesinde, birleşmenin devrolan şirket ortakları açısından net sonucu, sahip oldukları şirketin hisselerini birleşilen şirketin hisseleri karşılığında elden çıkarmaktır. Bu sonucun G.V.K.'nın mükerrer 80/II ve V. Maddeleri çerçevesinde yorumlanması gerekir. Çünkü bu madde hükmünce;

“Borsada kayıtlı olanlar ve ivazsız olarak iktisap edilenler hariç, menkul kıymetlerin iktisap tarihinden başlayarak bir yıl içinde veya iktisaptan evvel elden çıkarılmasından sağlanan kazançların bir takvim yılındaki tutarının 5.500.000 TL.yi aşan kısmı” (G.V.K. mükerrer 80/II), “ortaklık haklarının veya hisselerinin elden çıkarılmasından doğan kazançlar” (G.V.K. mükerrer 80/V), değer artış kazancıdır. İşte bu hükümler gereği birleşen şirketlerin ortakları nezdinde değer artış kazancı hesaplanması gerekir.

G.V.K.'nın mükerrer 80/II. maddesinde belirtilen durumlarda menkul kıymetlerin elden çıkarılması halinde değer artış kazancı hesaplanmaz. Mevcut uygulamada birleşme karı karşılığında elde edilen hisse senetlerinin menkul sermaye iradı şeklinde olduğu yorumu ile işlem yapılmaktadır.

7.4. REKABETİN KORUNMASI HAKKINDA KANUN VE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

7.4.1. 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 hizmetlerin piyasa

¹³³ Özbacı, a.g.e., s. 174.

fiyatını ve toplam arz miktarını etkileme gücüne sahip olmadığı; giriş ve çıkışın serbest olduğu bir piyasa şekli olarak tanımlanmıştır.¹³⁴

Modern ekonomi kuramında ise rekabet kavramı, mal ve hizmetlerin fiyatının arz ve talebe göre belirlendiği, piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının ve hiç birinin tek başına piyasayı etkileme gücüne sahip olmadığı durum olarak tanımlanmıştır.¹³⁵

Verimlilik kavramı açısından bakıldığında rekabetin korunmasının üretimde verimliliğin sağlanması ve kaynak kullanımında verimliliğin sağlanması olarak iki önemli sonucu olduğu ortaya çıkmaktadır.¹³⁶

Rekabet kavramına makro ekonomi kuramı açısından yaklaşırsa, ekonomik gücün uygun olmayan bir şekilde bütünleşmesini engelleyen rekabet politikaları, ekonomik politikaların temel amaçları olarak sayılabilecek:

- tam istihdamın sağlanması,
- fiyat istikrarının sağlanması,
- uygun bir ödemeler dengesi ve,
- uygun bir ekonomik büyümenin gerçekleştirilebilmesi hedeflerine ulaşmada da araç olarak kullanılmalıdır.¹³⁷

Rekabet şartlarının sağlanmasının bu kadar önemli olmasına rağmen pazarda faaliyet gösteren firmalar tekeli karından yararlanmak için rekabet koşullarını kısıtlayıcı bir takım davranışlar içine girerler. Rekabeti kısıtlayıcı davranışlar, üç başlık altında toplanabilir:

- Firmanın piyasada egemen güç haline gelerek, diğer firmaları piyasadan çekilmeye zorlaması,
- Piyasada faaliyet gösteren firmaların aralarında anlaşarak rekabeti kısıtlamaları. Bu durumda da piyasada faaliyet gösteren firmalar birlikte tekeli gibi davranırken bağımsızlıklarını sürdürürler,
- Aynı ya da farklı sektörde faaliyet gösteren firmaların tek bir şirket altında birleşmeleri.

¹³⁴ Çelik, a.g.e., s. 135.

¹³⁵ Çelik, a.g.e., s. 136.

¹³⁶ Çelik, a.g.e., s. 136.

Firmaların bu tür davranışlarından ötürü kamu otoritesi, rekabetin korunması için bir takım önlemler almak durumundadır. Kamu otoritesinin elindeki en önemli araç ise rekabetin korunması yasaları (antitröst yasaları) olmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde 1890 Sherman Act ile başlayan yasal düzenlemelerin hepsi tekel devine karşı mücadelede kullanılacak temel silahlar haline gelmiştir. Federal hükümet antitröst yasasını, Adalet Bakanlığı ve Federal Ticaret Komisyonu (Federal Trade Commission, FTC) aracılığı ile kullanmaktadır. 1976 yılında yasalaşan The Hart-Jcott Radino Antitröst Yasası 15 milyon dolar tutarındaki hisse senedi devrinde veya hedef firmanın hisse senetlerinin %15'inin üstünde bir oranın devredilmesi durumlarında belirtilen bu iki organın bilgilendirilmesini öngörmektedir. Bu iki organın yaptığı inceleme sonucunda, rekabeti daraltıcı bir etki görülürse birleşme faaliyetine izin vermeme yetkileri bulunmaktadır.¹³⁸

Avrupa Birliği'nde (AB) ise, "Tekeller ve Birleşmeler Komisyonu" bu konuda karar verme konumundadır. Avrupa Birliği'nde de bir birleşme sonucunda rekabet koşullarının azalmayacağına inanılıyorsa Komisyonca birleşmeye izin verilmektedir.

Özetlemek gerekirse, her türlü birleşmenin yasaklanması ya da kontrol altına alınması rekabet koşullarının 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. Zaten ABD ve AB'deki uygulamalar da bu yöndedir.

7.4.2. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'da Birleşmeler

Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun (R.K.K.) 07.12.1994 tarihinde yürürlüğe girmiş olup "mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamaları ve piyasaya hakim olan teşebbüslerin bu hakimiyetlerini kötüye kullanmalarını önlemek, bunun için gerekli düzenleme ve denetlemeleri yaparak rekabetin korunmasını sağlamak" (R.K.K. m.1) amacına

¹³⁷ Çelik, a.g.e., s. 138.

¹³⁸ Çelik, a.g.e., s. 140.

sahiptir. Ayrıca bu yasa kamu otoritesinin ekonomik sisteme gerektiği durumlarda müdahale etmesine olanak sağlayan etkili bir araç olarak görülmektedir. Yasada birleşmelerin rekabeti kısıtlayıcı etkisinin, diğer rekabeti kısıtlayıcı uygulamalardan farklı olduğu için ayrıca düzenlenme gereği duyulmuştur.

7.4.2.1. Genel İlke

R.K.K.'nın 7/I. maddesi, “bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumları daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere devralması hukuka aykırı ve yasaktır” hükmünü getirmiştir.

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

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun;

i. malların üretim veya dağıtımı ile hizmetlerin sunulmasında yeni gelişmelerin ya da ekonomik veya teknik gelişmenin sağlanması,

ii. tüketicinin bundan yarar sağlaması,

iii. ilgili piyasanın önemli bir bölümünde rekabetin ortadan kalkması hallerinde, rekabeti sınırlayıcı anlaşma, uyumlu eylem ve kararlara ilişkin hükümlerin uygulanmasından muaf tutulmasını hükme bağlamıştır. (R.K.K. m.5)

R.K.K.'nın 7/II. maddesi gereğince, birleşme işleminin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için birleşmenin Rekabet Kurulu'na bildirilmesi ve izin alınması gerekir.

7.4.2.2. Birleşmelerin Rekabet Kuruluna Bildirilmesi

Birleşmelerin hukuksal geçerlilik kazanabilmesinde Rekabet Kurulu'na bildirilerek izin alınması ilkesinde yasa “ön inceleme” kavramını getirmiştir. Buna göre, “Kurul, onbeş gün içinde yapacağı ön inceleme sonucunda birleşme veya devralma işlemine ya izin vermek ya da bu işlemi nihai incelemeye almaya karar vermek” durumunda olacaktır. (R.K.K. m.10/2) Ön inceleme sonucunda “nihai inceleme” yapılması kararına varılırsa birleşme işlemi askıda olacak, uygulamaya sokulamayacaktır.¹³⁹

Kurul, süresi içinde birleşmeye ilişkin başvuruya herhangi bir cevap vermediği veya herhangi bir işlem yapmadığı durumlarda, birleşme işlemi Kurul'a bildirim tarihinden otuz gün sonra hukuki geçerlilik kazanacaktır. (R.K.K. m.10/III).

7.4.2.3. Birleşmelerin Kurula Bildirilmemesi

Bildirilmesi zorunlu olan birleşme işleminin Kurula bildirilmemiş olduğu durumlarda Kurul, işlem den haberdar olduğu zaman resen birleşme işlemini incelemeye alır.(R.K.K. m.11/I) İncelemenin sonucuna göre birleşme işlemi R.K.K.'nın 7/I. maddesi kapsamına girmiyorsa, Kurul, birleşmeye izin verir; bildirimde bulunulmadığı için para cezası uygular. Kurul birleşme işleminin R.K.K.'nın 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. (R.K.K. m. 11/II. a ve b)¹⁴⁰

Türkiye, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ile Avrupa Topluluğu Anlaşmasının (ATA), 85 ve 89. maddeleri ile 17 sayılı Topluluk Tüzüğü başta olmak üzere, çeşitli AB mevzuat hükümlerini Türk mevzuatına aktararak ana düzenlemeyi gerçekleştirmiştir.¹⁴¹

¹³⁹ Çelik, a.g.e., s. 142.

¹⁴⁰ Çelik, a.g.e., s. 143.

¹⁴¹ Çelik, a.g.e., s. 143.

7.5. SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE BİRLEŞMELER

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (S.P.K.) çıkardığı “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin (Seri:I, No.22, RG: 19 Şubat 1996) 13. maddesi birleşme ve devralmalarla ilgili konuları düzenlemektedir.

Tebliğe göre, T.T.K. ve K.V.K. kapsamında gerçekleştirilecek birleşme ve devralmalarda “ 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;

- i. Birleşmeye taraf olan şirketlerin mahkemece tayin edilen bilir kişi tarafından hazırlanan değerleme raporu,
- ii. Birleşmeye taraf olan şirketlerin finansal tablolarına ilişkin özel bağımsız denetleme raporları,
- iii. Varsa oluşturulacak şirketin ana sözleşme taslağı veya devralan şirketin ana sözleşmesinde yapılacak değişiklikler taslağı,
- iv. Birleşen şirketin, ortaklarına vereceği hisselerin miktar ve oranı ile hisselerin niteliğine ilişkin bilgi,
- v. Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler ile S.P.K.’ya başvurularak onay alınması zorunludur.

Bu şartlar yerine getirildikten sonra birleşme hükümleri gereğince işlemler tamamlandıktan sonra ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul’a kaydettirilmesi için S.P.K.’ya başvurulur. Bunun için;¹⁴²

- i. Birleşen şirketlerin birleşmeye ilişkin kendi genel kurul kararlarının birer örneği,
- ii. Birleşme sözleşmesinin noterden onaylı bir örneği,
- iii. Birleşme sonrası bilançosunun ve gelir tablosunun birer örneği,

¹⁴² Çelik, a.g.e., s. 144.

iv. Birleşmeye ilişkin mahkeme kararının bir örneği,

v. Birleşme tesciline ilişkin T.T.S.G.'nin bir örneğinin hazırlanarak Kurul'a sunulması gerekir.



8. UYGULAMA

Erciyes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., Ege Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., Güney Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., Anadolu Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş., Anadolu grubunun kontrolünde olan ve içki sektöründe faaliyet gösteren dört firmadır. 1998 yılı ortalarında bu dört firmanın birleştirilmesi yönünde alınan kararlar 1999 yılında uygulanmaya konulmuştur. Yapılan ana sözleşme değişikliklerin ardından şirketler arasında müştereken imzalanan birleşme sözleşmesi S.P.K. tarafından 17.05.2000 tarihinde onaylanmıştır. Buna göre:

Birleşme Erciyes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.' nin diğer şirketleri T.T.K.' nun 451. maddesi ve K.V.K.' nun 37-39. maddeleri uyarınca tüm aktifleri, pasifleri, hakları ve vecibeleriyle birlikte küll olarak devir alması suretiyle gerçekleşecektir.

Birleşme ilgili şirketlerin 10.11.1998-09.11.1999 tarihleri arasında ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalaması baz alınarak hesaplanan ve aşağıda yazılı olan şirket değerleri üzerinden yapılacaktır.

Erciyes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. için 103,7 trilyon TL

Ege Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. için 146,7 trilyon TL

Güney Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. için 29,0 trilyon TL

Anadolu Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. için 12,1 trilyon TL

Birleşme sonucunda Erciyes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.' nin yeni ödenmiş sermayesi, birleşmeye taraf olan şirketlerin birbirine olan iştiraklerinin tenzil edilmesiyle bulunan 25.083.737.393.000 TL olacak ve şirketin ticari ünvanı da Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. olarak değiştirilecektir.

21.07.2000 tarihli borsa başkanlığı duyurusuna göre Anadolu Efes hisse senetlerinin aşağıda gösterilen değişim oranlarına göre yapılacak dağıtım işlemleri 24.07.2000 tarihinden itibaren başlayacaktır. 24.07.2000 tarihinden itibaren Anadolu Biracılık, Ege Biracılık, Erciyes Biracılık ve Güney Biracılık hisse senetlerinin pazarları kapatılacak, Anadolu Efes hisse senetleri AEFES koduyla işlem görmeye başlayacaktır.

Değişim Oranları:

1,000 TL nominal değerli 1 adet;

Anadolu Biracılık hisse senedi karşılığında 0,405491 adet Anadolu Efes hisse senedi

Ege Biracılık hisse senedi karşılığında 1,170216 adet Anadolu Efes hisse senedi,

Erciyes Biracılık hisse senedi karşılığında 0,880533 adet Anadolu Efes hisse senedi,

Güney Biracılık hisse senedi karşılığında 0,769003 adet Anadolu Efes hisse senedi.

Şirketler birleşme için Rekabet Kurulu Başkanlığı'na başvuru yapmışlar fakat aynı grup içinde yer alan teşebbüsler arasında meydana gelen birleşme ve devralma işlemlerinin Tebliğ ve Kanun kapsamına girmemesinden dolayı Kurul' dan izin alınmasına gerek bulunmadığı cevabını almışlardır.

Şirketlerin ana ürün grubunun bira olması ve üretim teknolojilerinde benzerlik olması ortak idare sayesinde sinerji yaratacaktır. Hammadde ihtiyaçlarının ortak olması ve birleşme sonunda hammadde alım miktarlarının artacak olması pazarlık gücünü arttıracak ve fiyat indirimi sağlayacaktır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi birleşme sonrasında faaliyet gösterdiği gıda, içki ve tütün sektöründeki en güçlü firma durumuna gelmiştir. Bu durum firma açısından eskiye oranla birçok avantaj doğurmuştur. Bu avantajlardan biride dünyanın önde gelen bira üreticilerinin bu büyüklükte bir firma ile ortak girişim yapmak için istekli olmalarıdır. Nitekim firma 100 ayrı ülkede ürünleri satılan ve dünyanın dördüncü büyük biracılık kuruluşu olarak tanımlanan Miller Brewing Company ile Miller Genuine Draft birasının şirket tesislerinde üretimini öngören bir lisans anlaşması imzalamıştır.

Ayrıca şirketin hisselerinin tamamına yakın oranda sahip olduğu Hollanda' da kurulu "Efes Breweries International B.V." ünvanlı şirket, Invesco Asset Management Ltd. ve Fulcrum Asset Management' ın yönettiği iki yatırım fonunun sahip olduğu Ukrayna' daki Chernomor Bira Fabrikası ile ortak bir girişim kurmak için Invesco

Asset Management Ltd. ile görüşmelere başlamıştır. Odessa şehrinde bulunan Chernomor Bira Fabrikası, yıllık 100 milyon litre bira üretim kapasitesi ile Ukrayna'nın en büyük bira fabrikalarından biri olup, Chernomor markası altında bira ürünlerinin yanı sıra, meşrubat ve ambalajlı su da üretilip satmaktadır.

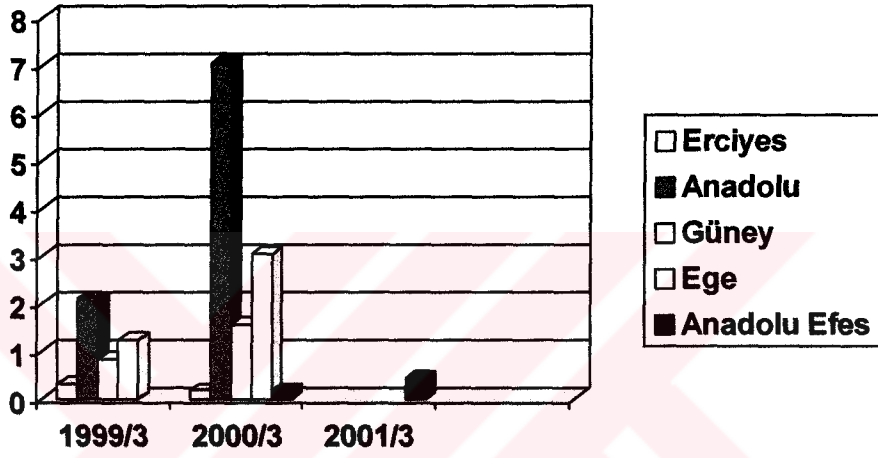
Birleşmeye konu olan şirketlerin mali tabloları aşağıda verilmiştir.



8.1. FAİZ KARŞILAMA ORANI

Tablo 8.1. Faiz Karşılama Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.33	0.19	
Anadolu Bira	2.1	7.03	
Güney Bira	0.84	1.58	
Ege Bira	1.25	3.03	
Anadolu Efes Bira		0.19	0.46



Şekil 8.1. Faiz Karşılama Oranı

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \text{FVÖK} / \text{Faiz Ödemeleri}$$

Bu oran 1 TL' lik faiz gideri karşılığında elde edilen faiz ve vergi öncesi karı ifade etmektedir. Şirket kendisinden çok daha iyi faiz karşılama oranına sahip şirketlerle birleşerek elde ettiği esnekliği yeni krediler alarak kullanmıştır. Sonuç olarak bu avantaj yeterince kullanıldığı için bu oranda fazla bir yükselme olmamıştır.

8.2. NAKİT KARŞILAMA ORANI

Tablo 8.2. Nakit Karşılama Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	1.97	3.37	
Anadolu Bira	8.6	14.6	
Güney Bira	4.1	7.5	
Ege Bira	18.8	30	
Anadolu Efes Bira		3.37	2.2



Şekil 8.2. Nakit Karşılama Oranı

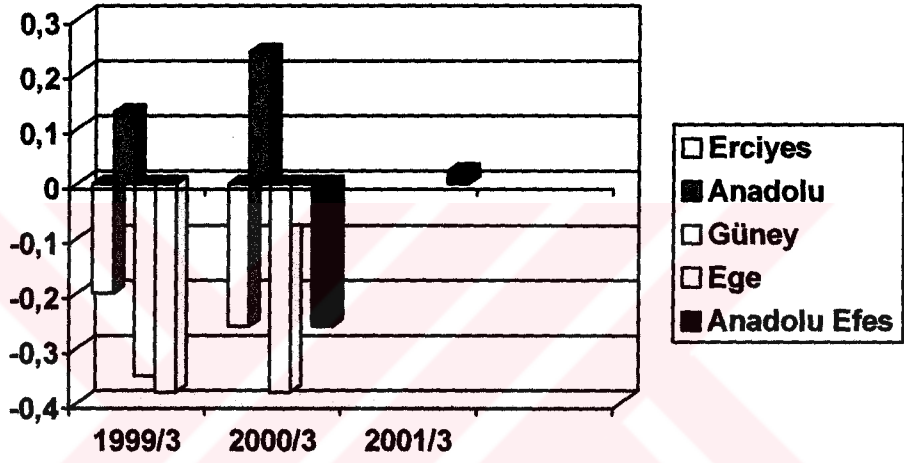
$$\text{Nakit Karşılama Oranı} = \frac{\text{FVÖK} + \text{Birikmiş Amortisman}}{\text{Faiz Ödemeleri}}$$

Bu oran 1 TL' lik faiz gideri karşılığı elde edilen faiz ve vergi öncesi kar ve birikmiş amortisman toplamını ifade etmektedir. Şirket kendisinden daha iyi nakit karşılama oranına sahip şirketlerle birleşmesine rağmen yükselen faiz giderleri ve bunun sonucu olarak gerçekleşen düşük faiz ve vergi öncesi karın neden olduğu bir azalma yaşamıştır.

8.3. NİS/VARLIKLAR ORANI

Tablo 8.3. NİS/Varlıklar Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	-0.2	-0.26	
Anadolu Bira	0.13	0.24	
Güney Bira	-0.35	-0.38	
Ege Bira	-0.32	-0.075	
Anadolu Efes Bira		-0.26	0.023



Şekil 8.3. NİS/Varlıklar Oranı

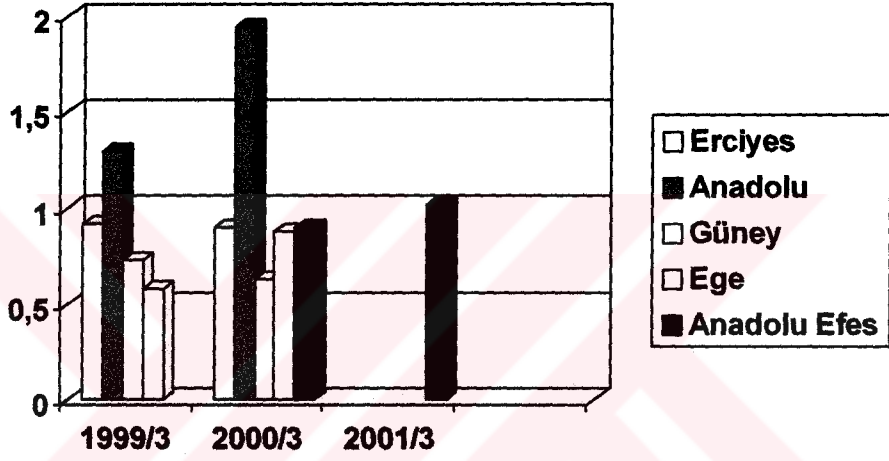
$$\text{NIS/Varlıklar Oranı} = \text{Net İşletme Sermayesi} / \text{Toplam Varlıklar}$$

Bu oran 1 TL' lik varlık karşılığı sahip olunan net işletme sermayesini ifade etmektedir. Anadolu Bira haricindeki birleşilen firmalarında bu konuda kötü oranlara sahip olması şirketin bu konuda kayda değer bir artış gösterememesine yol açmıştır. Fakat şirketin kredi olanaklarının artması, birleşme sonucu elde edilen sinerji, teknoloji ve hammadde avantajları bu orandaki zayıflığın önemini azaltmaktadır.

8.4. CARİ ORAN

Tablo 8.4. Cari Oran

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.92	0.9	
Anadolu Bira	1.3	1.95	
Güney Bira	0.73	0.63	
Ege Bira	0.58	0.88	
Anadolu Efes Bira		0.9	1.02



Şekil 8.4. Cari Oran

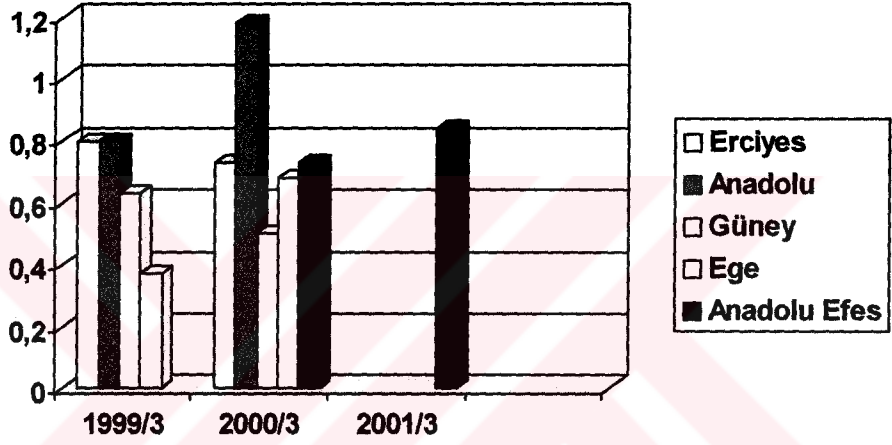
$$\text{Cari Oran} = \text{Döner Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Bu oran 1 TL' lik kısa vadeli borç karşılığında sahip olunan döner varlıkları ifade etmektedir. Özellikle Anadolu Bira' nın bu konuda sahip olduğu avantajın birleşme sonrasında şirketin bu oranda bir artış göstermesine etkisi olmuştur.

8.5. ASİT TEST ORANI

Tablo 8.5. Asit Test Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.8	0.73	
Anadolu Bira	0.8	1.18	
Güney Bira	0.63	0.5	
Ege Bira	0.37	0.68	
Anadolu Efes Bira		0.73	0.84



Şekil 8.5. Asit Test Oranı

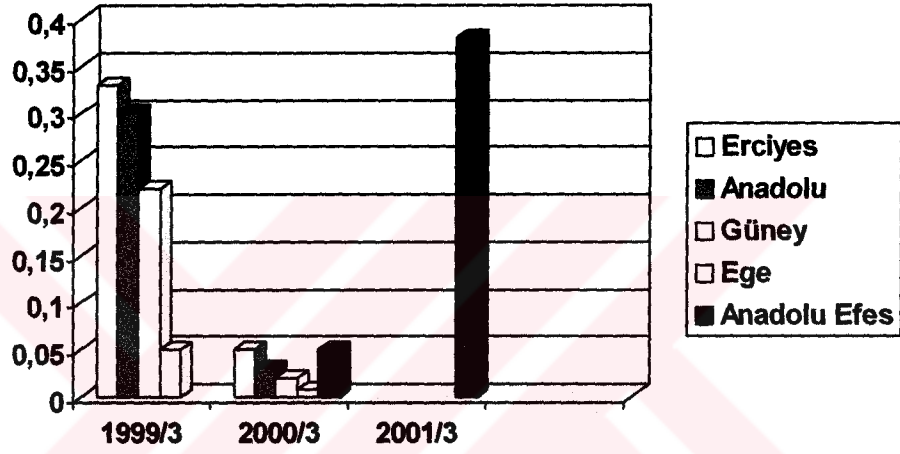
Asit Test Oranı = Emre Hazır Değerler / Kısa Vadeli Borçlar

Bu oran 1 TL' lik kısa vadeli borç karşılığında sahip olunan emre hazır değerleri ifade etmektedir. Birleşmenin bu konuda şirkete olumlu bir etkisi olmuştur.

8.6. NAKİT ORANI

Tablo 8.6. Nakit Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.33	0.05	
Anadolu Bira	0.3	0.03	
Güney Bira	0.22	0.02	
Ege Bira	0.05	0.008	
Anadolu Efes Bira		0.05	0.38



Şekil 8.6. Nakit Oranı

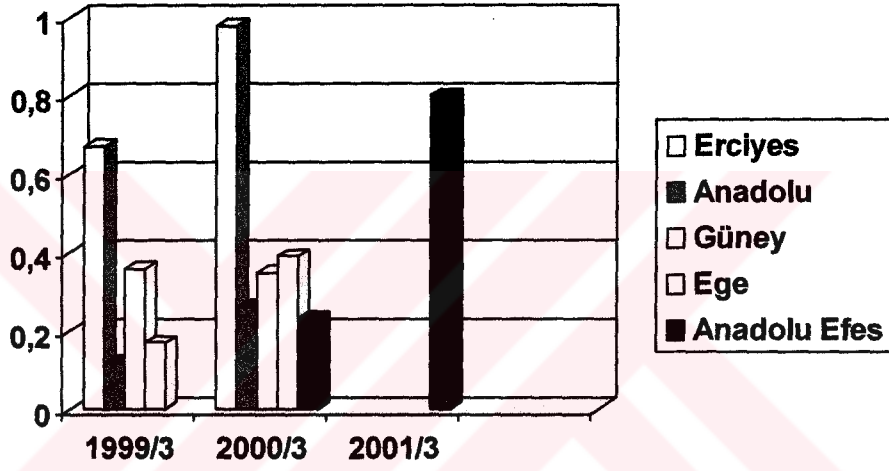
$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Kasa ve Pazarlanabilir Menkul Değerler}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Bu oran 1 TL' lik kısa vadeli borç karşılığında sahip olunan kasa ve pazarlanabilir menkul değerlerin toplamını ifade etmektedir. Birleşmenin bu konuda şirkete olumlu bir etkisi olmuştur.

8.7. TOPLAM VARLIK DEVİR HIZI

Tablo 8.7. Toplam Varlık Devir Hızı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.67	0.98	
Anadolu Bira	0.12	0.26	
Güney Bira	0.36	0.35	
Ege Bira	0.17	0.39	
Anadolu Efes Bira		0.23	0.8



Şekil 8.7. Toplam Varlık Devir Hızı

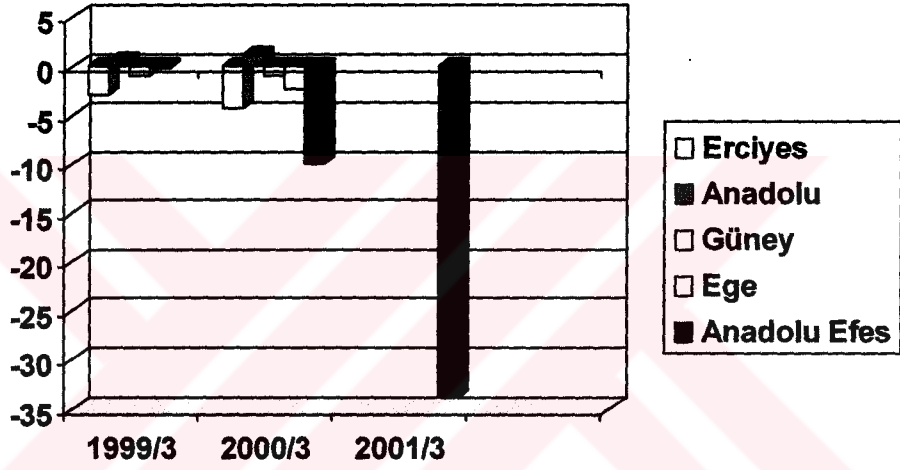
Toplam Varlık Devir Hızı = Satışlar / Ortalama Varlıklar

Bu oran 1 TL' lik ortalama varlıklar karşılığında yapılan satışları ifade etmektedir. Birleşilen şirketlerin bu konuda sahip olduğu avantaj ve birleşme sonucu elde edilen pazar gücü bu oranda önemli bir artışa neden olmuştur.

8.8. NİS DEVİR HIZI

Tablo 8.8. NİS Devir Hızı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	-2.92	-4.26	
Anadolu Bira	0.62	1.29	
Güney Bira	-0.98	-0.95	
Ege Bira	-0.1	-2.29	
Anadolu Efes Bira		-9.9	-33.8



Şekil 8.8. NİS Devir Hızı

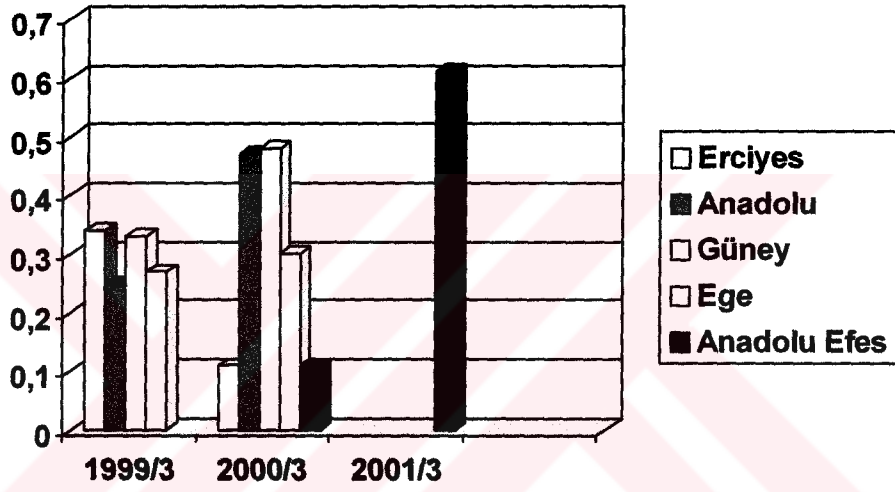
$$\text{NİS Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Ortalama NİS}$$

Bu oran 1 TL' lik ortalama net işletme sermayesi karşılığında yapılan satışları ifade etmektedir. Birleşilen şirketlerin bu konuda daha iyi olmasına rağmen birleşme sonucu bu oranda önemli bir azalma olmuştur. Fakat şirketin içinde bulunduğu sektör özellikleri, kredi olanaklarının artması, birleşme sonucu elde edilen sinerji, teknoloji ve hammadde avantajları bu oranın önemini azaltmaktadır.

8.9. NET KAR MARJİ

Tablo 8.9. Net Kar Marjı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.34	0.11	
Anadolu Bira	0.25	0.47	
Güney Bira	0.33	0.48	
Ege Bira	0.27	0.3	
Anadolu Efes Bira		0.11	0.61



Şekil 8.9. Net Kar Marjı

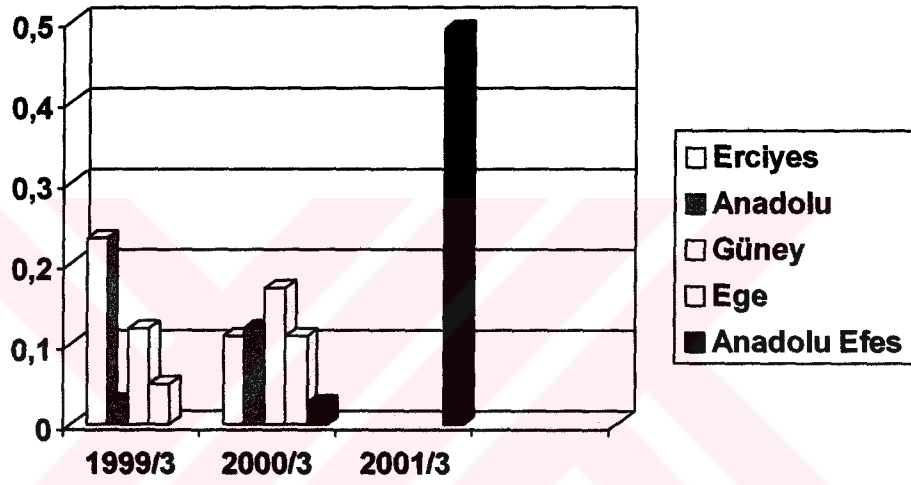
$$\text{Net Kar Marjı} = \text{Net Satış Karı} / \text{Net Satışlar}$$

Birleşilen şirketlerin bu konuda sahip olduğu avantajların da etkisiyle bu oranda önemli bir artış olmuştur.

8.10. VARLIK GETİRİSİ

Tablo 8.10. Varlık Getirisi

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.23	0.11	
Anadolu Bira	0.03	0.12	
Güney Bira	0.12	0.17	
Ege Bira	0.05	0.11	
Anadolu Efes Bira		0.026	0.49



Şekil 8.10. Varlık Getirisi

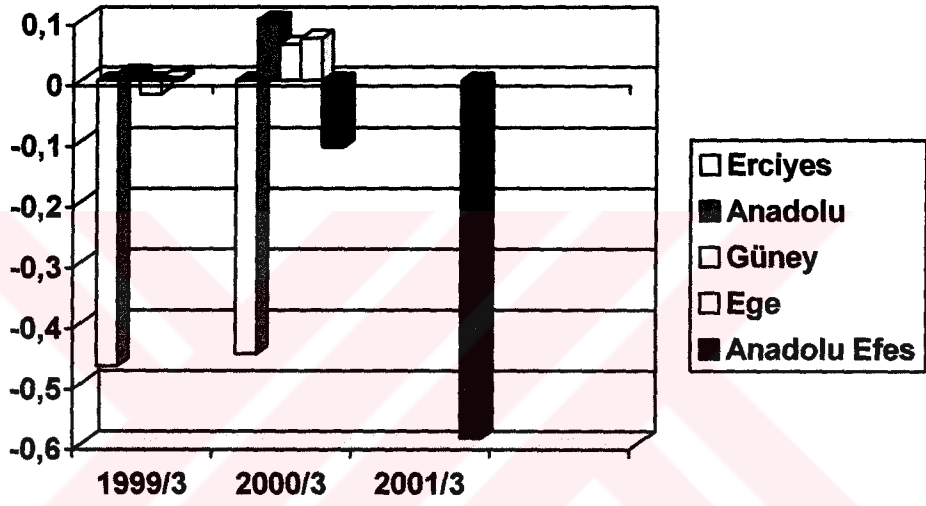
$$\text{Varlık Getirisi} = \frac{\text{FVÖK-Vergi}}{\text{Ortalama Varlıklar}}$$

Bu oran 1 TL' lik ortalama varlıklar karşılığında elde edilen faiz ve vergi öncesi kardan verginin çıkarılmasıyla ulaşılan karı ifade etmektedir. Birleşilen firmaların bu konuda sahip olduğu avantajların da etkisiyle bu oranda önemli bir artış oluşmuştur.

8.11. ÖZKAYNAK GETİRİSİ

Tablo 8.11. Özkaynak Getirisi

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	-0.47	-0.45	
Anadolu Bira	0.013	0.1	
Güney Bira	-0.023	0.06	
Ege Bira	0.005	0.07	
Anadolu Efes Bira		-0.11	-0.59



Şekil 8.11. Özkaynak Getirisi

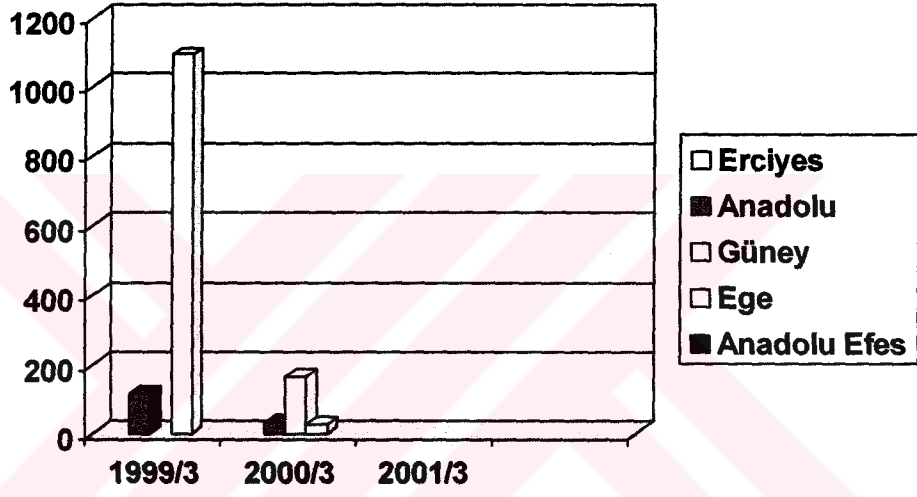
$$\text{Özkaynak Getirisi} = \text{Hisse Senetlerine Dağıtılabilir Kar} / \text{Ortalama Özkaynak}$$

Bu oran 1 TL' lik ortalama özkaynak sonucu elde edilen hisse senetlerine dağıtılabilir karı ifade etmektedir. Birleşme sonucu bu oranda önemli bir azalma oluşmuştur.

8.12. FİYAT/KAZANÇ ORANI

Tablo 8.12. Fiyat/Kazanç Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	zarar	zarar	
Anadolu Bira	115.9	33.2	
Güney Bira	zarar	164.8	
Ege Bira	1092	30	
Anadolu Efes Bira		zarar	zarar



Şekil 8.12. Fiyat/Kazanç Oranı

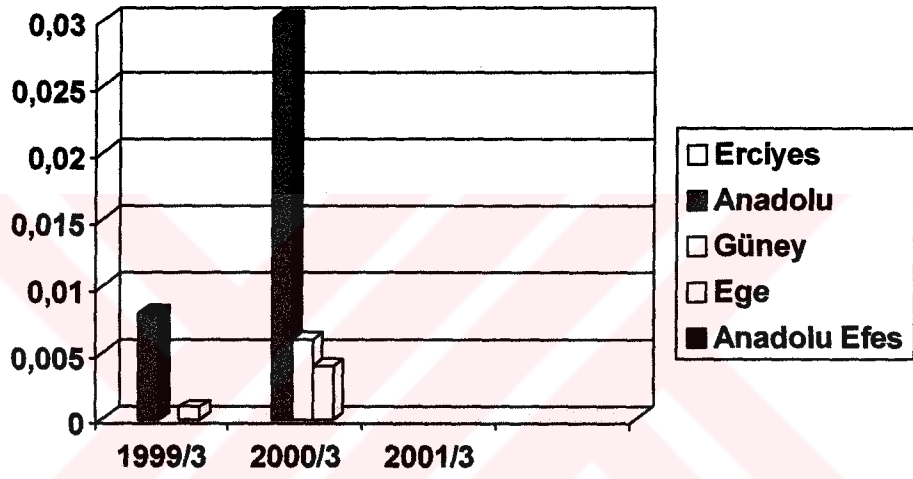
$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

Birleşme öncesi ve sonrası dönem zarar edildiğinden dolayı bu oran belirlenemedi.

8.13. KAR PAYI GETİRİSİ

Tablo 8.13.Kar Payı Getirisi

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	zarar	zarar	
Anadolu Bira	0.008	0.03	
Güney Bira	zarar	0.006	
Ege Bira	0.0009	0.004	
Anadolu Efes Bira		zarar	zarar



Şekil 8.13. Kar Payı Getirisi

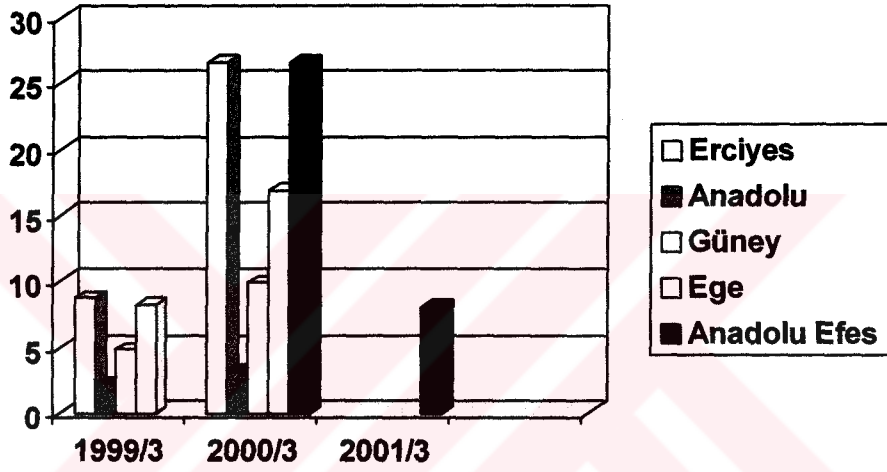
$$\text{Kar Payı Getirisi} = \text{Hisse Başına Kar} / \text{Hisse Senedi Fiyatı}$$

Birleşme öncesi ve sonrası dönem zarar edildiğinden dolayı bu oran belirlenemedi.

8.14. PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ ORANI

Tablo 8.14.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	8.7	26.6	
Anadolu Bira	2.2	3.2	
Güney Bira	4.81	9.88	
Ege Bira	8.2	16.9	
Anadolu Efes Bira		26.6	8.08



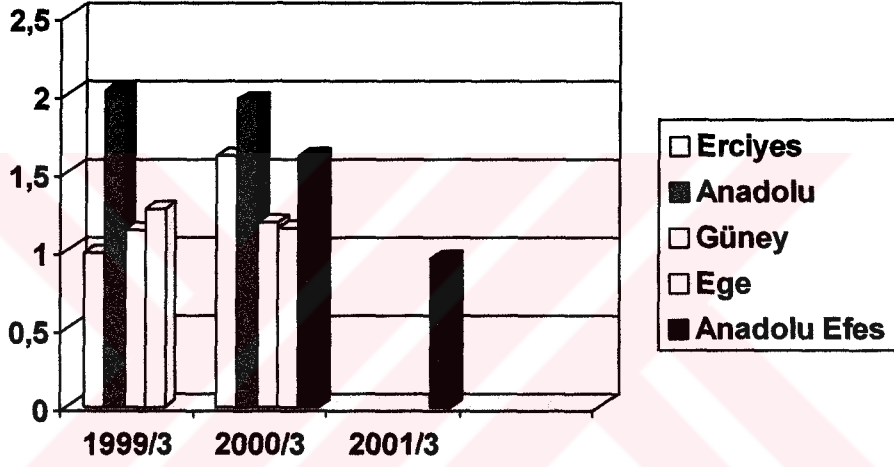
Şekil 8.14. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Birleşme sonrası bu oranda bir azalma olmuştur. Fakat bu orandaki azalmanın hemen hemen bütün şirket birleşmeleri sonucunda görülmesi bu oranın önemini azaltmaktadır.

8.15. ALACAK DEVİR HIZI

Tablo 8.15. Alacak Devir Hızı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.98	1.6	
Anadolu Bira	2.02	1.96	
Güney Bira	1.13	1.18	
Ege Bira	1.26	1.14	
Anadolu Efes Bira		1.6	0.95



Şekil 8.15. Alacak Devir Hızı

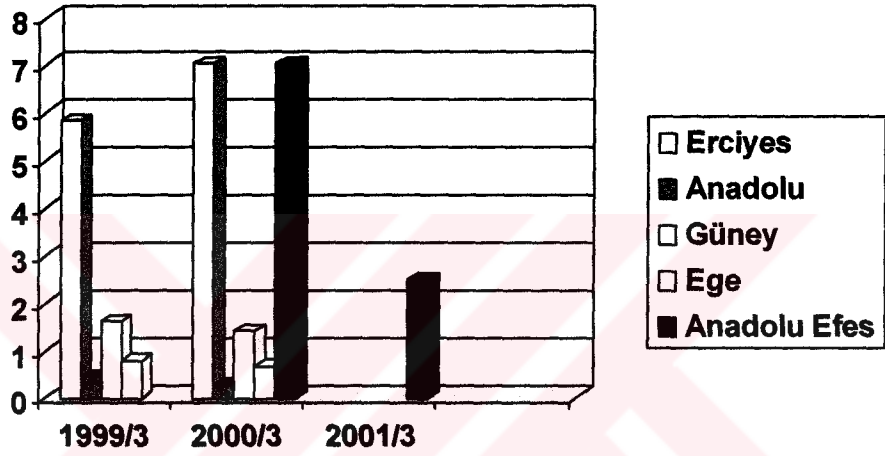
$$\text{Alacak Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Kısa Vadeli Ticari Alacaklar}$$

Bu oran 1 TL' lik kısa vadeli ticari alacaklar karşılığında yapılan satışları ifade etmektedir. Bu konuda birleşilen şirketlerin de benzer yapıda olmasına rağmen artan kısa vadeli alacaklar sonucu bu oranda bir azalma meydana gelmiştir.

8.16. BORÇLANMA ORANI

Tablo 8.16. Borçlanma Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	5.82	7.03	
Anadolu Bira	0.45	0.27	
Güney Bira	1.62	1.42	
Ege Bira	0.8	0.67	
Anadolu Efes Bira		7.03	2.5



Şekil 8.16. Borçlanma Oranı

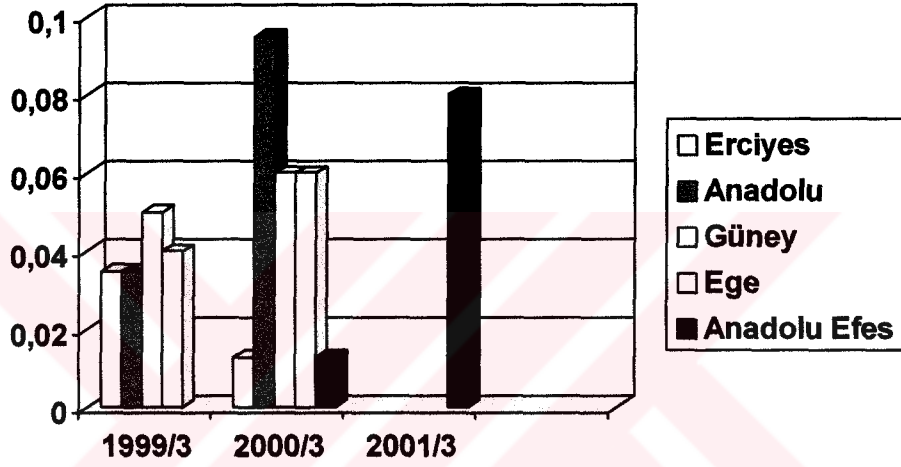
$$\text{Borçlanma Oranı} = \text{Borçlar} / \text{Toplam Özvarlık}$$

Bu oran 1 TL' lik özvarlık sonucu yapılan borçlanmayı ifade etmektedir. Firmanın aktif yatırımlarının finansmanında kullandığı borcun, özvarlığa göre ne boyutta olduğunu gösteren bu oranın büyük olması şirketin özvarlıktan çok borçla çalıştığı anlamına gelir. Birleşilen şirketlerin bu konuda avantajlı olması sonucunda firma bu oranda bir iyileşme göstermiştir.

8.17 AKTİF KARLILIĞI ORANI

Tablo 8.17. Aktif Karlılığı Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.035	0.013	
Anadolu Bira	0.035	0.095	
Güney Bira	0.05	0.06	
Ege Bira	0.04	0.06	
Anadolu Efes Bira		0.013	0.08



Şekil 8.17. Aktif Karlılığı Oranı

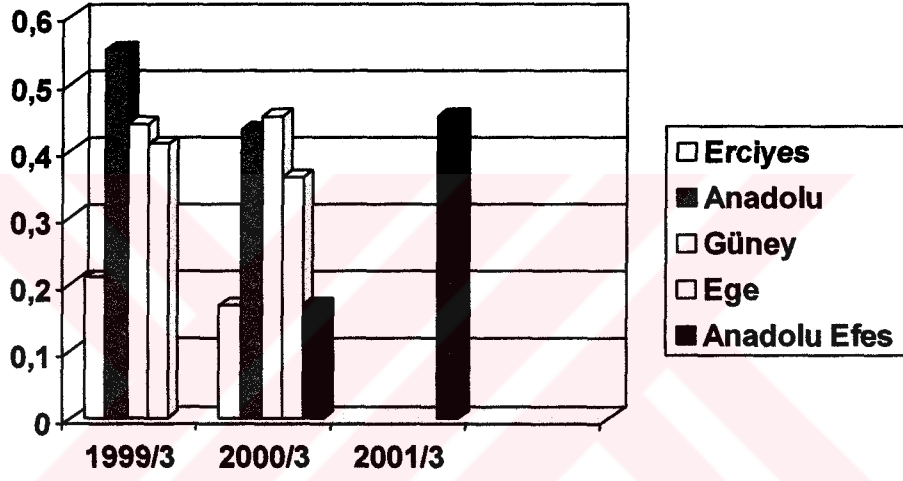
$$\text{Aktif Karlılığı Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı} + \text{Finansman Giderleri}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Bu oran işletme kaynaklarının ne ölçüde karlı kullanıldığını göstermektedir. Birleşilen şirketlerin bu konuda avantajlı olması şirketin bu oranda bir artış yaşamasına yol açmıştır. Bu artış şirketin aktif yatırımlarından daha yüksek kar ettiği anlamına gelir.

8.18. BRÜT KAR MARJİ

Tablo 8.18. Brüt Kar Marjı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.21	0.17	
Anadolu Bira	0.55	0.43	
Güney Bira	0.44	0.45	
Ege Bira	0.41	0.36	
Anadolu Efes Bira		0.17	0.45



Şekil 8.18 Brüt Kar Marjı

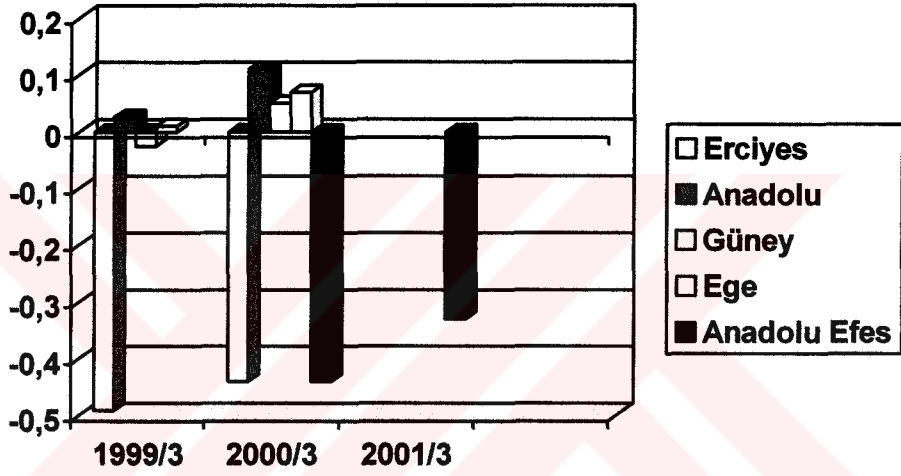
$$\text{Brüt Kar Marjı} = \text{Brüt Satış Karı} / \text{Net Satışlar}$$

Bu oran işletmenin satışlarının brüt karlılığını göstermektedir. Birleşme sonucu şirket bu konuda bir artış yaşamıştır.

8.19. ÖZVARLIK KARLILIĞI

Tablo 8.19. Özvarlık Karlılığı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	-0.49	-0.44	
Anadolu Bira	0.026	0.11	
Güney Bira	-0.025	0.05	
Ege Bira	0.01	0.07	
Anadolu Efes Bira		-0.44	-0.33



Şekil 8.19. Özvarlık Karlılığı

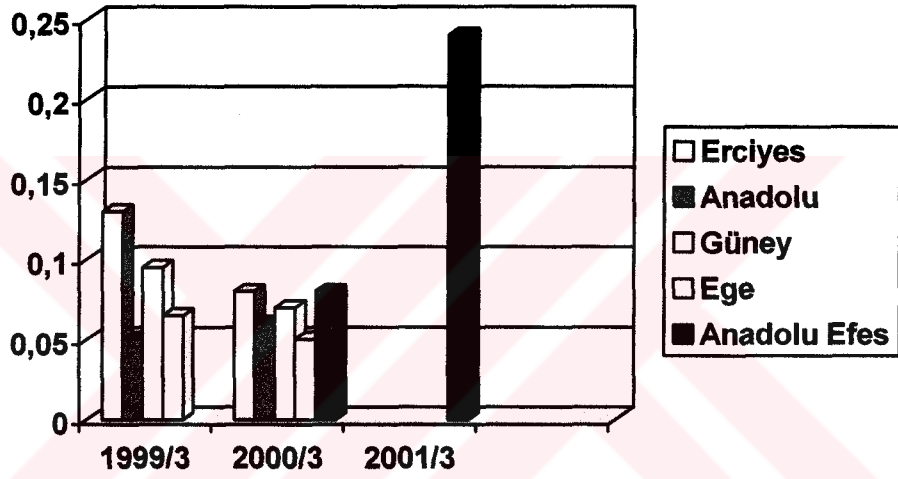
$$\text{Özvarlık Karlılığı} = \text{Vergi Öncesi Kar} / \text{Toplam Özvarlık}$$

Bu oran firma özvarlık karlılığını gösterir. Birleşme öncesi ve sonrası dönem zarar olduğundan düşük değerler oluşmuştur.

8.20. BORÇLANMA MALİYETİ

Tablo 8.20. Borçlanma Maliyeti

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.13	0.08	
Anadolu Bira	0.05	0.06	
Güney Bira	0.095	0.07	
Ege Bira	0.065	0.05	
Anadolu Efes Bira		0.08	0.24



Şekil 8.20. Borçlanma Maliyeti

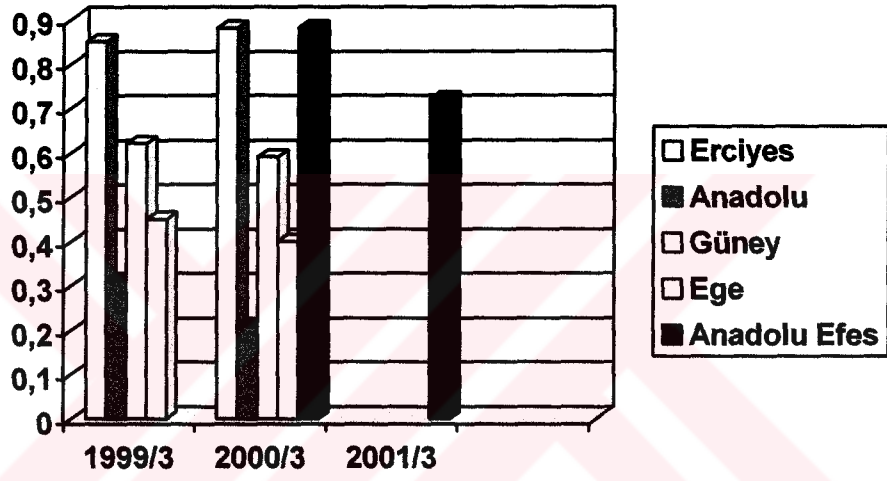
$$\text{Borçlanma Maliyeti} = \text{Finansal Giderler Toplamı} / \text{Toplam Borçlar}$$

Bu oran bir bilanço döneminde borçlanmanın ortalama maliyetini göstermektedir. Bu oranda şirketin birleşme sonrası artan faiz giderlerinin de etkisiyle borçlanma maliyetinde önemli bir artış oluşmuştur. Bu artış borç kaynağının pahalı bir kaynak olduğunu gösterir ve istenmeyen bir durumdur.

8.21. KALDIRAÇ ORANI

Tablo 8.21. Kaldıraç Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.85	0.88	
Anadolu Bira	0.31	0.21	
Güney Bira	0.62	0.59	
Ege Bira	0.45	0.4	
Anadolu Efes Bira		0.88	0.72



Şekil 8.21. Kaldıraç Oranı

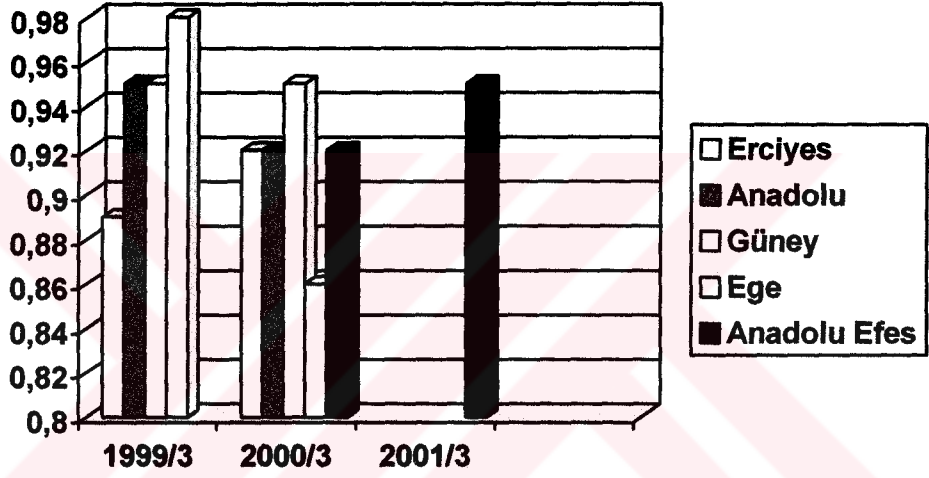
$$\text{Kaldıraç Oranı} = \text{Borçlar Toplamı} / \text{Aktif Toplamı}$$

Bu oran aktiflerin ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Birleşme sonucu bu oranda az da olsa bir iyileşme oluşmuştur.

8.22. YURTIÇİ SATIŞLAR/BRÜT SATIŞLAR ORANI

Tablo 8.22. Yurtiçi Satışlar/Brüt Satışlar Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.89	0.92	
Anadolu Bira	0.95	0.92	
Güney Bira	0.95	0.95	
Ege Bira	0.98	0.86	
Anadolu Efes Bira		0.92	0.95



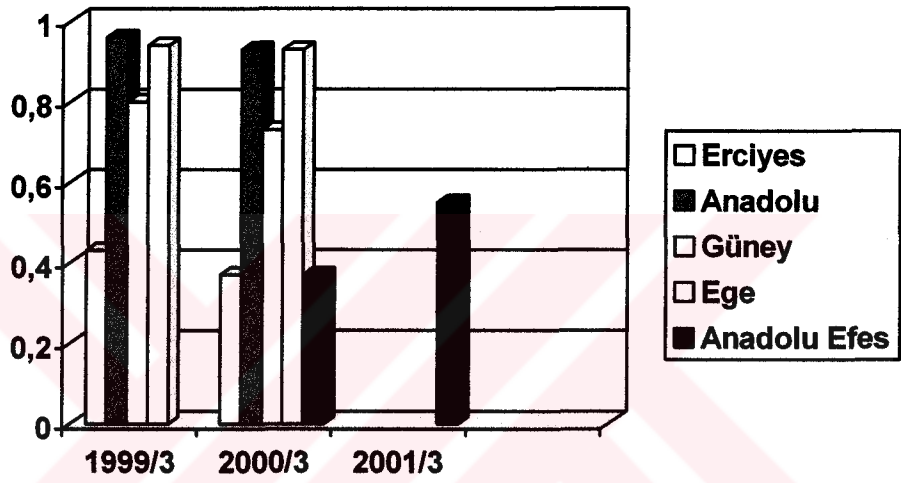
Şekil 8.22. Yurtiçi Satışlar/Brüt Satışlar Oranı

Birleşme sonrası şirketin satışlarında yurtiçi satışların payında bir artış oluşmuştur.

8.23. KISA VADELİ BORÇ/TOPLAM BORÇ ORANI

8.23. Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı

Yıllar	1999/3	2000/3	2001/3
Erciyes Bira	0.43	0.37	
Anadolu Bira	0.96	0.93	
Güney Bira	0.8	0.73	
Ege Bira	0.94	0.93	
Anadolu Efes Bira		0.37	0.55



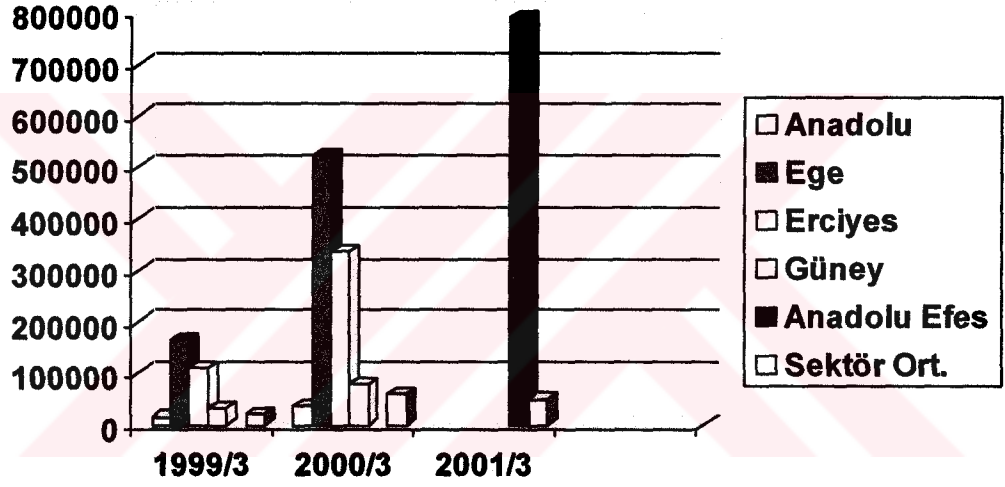
Şekil 8.23. Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı

Birleşilen şirketlerin de borç yapısının büyük bölümünü kısa vadeli borçların oluşturmasının etkisiyle bu oranda bir artış meydana gelmiştir.

8.24. PİYASA DEĞERİ

Tablo 8.24. Piyasa Değeri (Milyar TL)

	1999/3	2000/3	2001/3
Anadolu Bira	15,678	36,414	
Ege Bira	166,007	523,560	
Erciyes Bira	111,600	336,000	
Güney Bira	31,684	79,691	
Anadolu Efes			790,138
Sektör Ortalaması	22,899	58,867	50,661

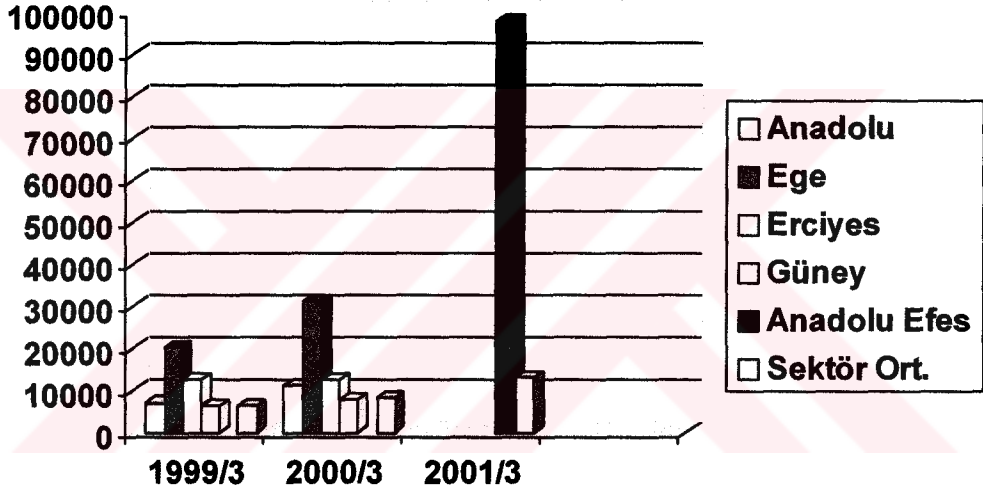


Şekil 8.24. Piyasa Değeri

8.25. ÖZSERMAYE

Tablo 8.25. Özsermaye (Milyar TL)

	1999/3	2000/3	2001/3
Anadolu Bira	7,138	11,363	
Ege Bira	20,239	31,006	
Erciyes Bira	12,833	12,639	
Güney Bira	6,585	8,065	
Anadolu Efes			97,733
Sektör Ortalaması	6,398	8,393	13,027

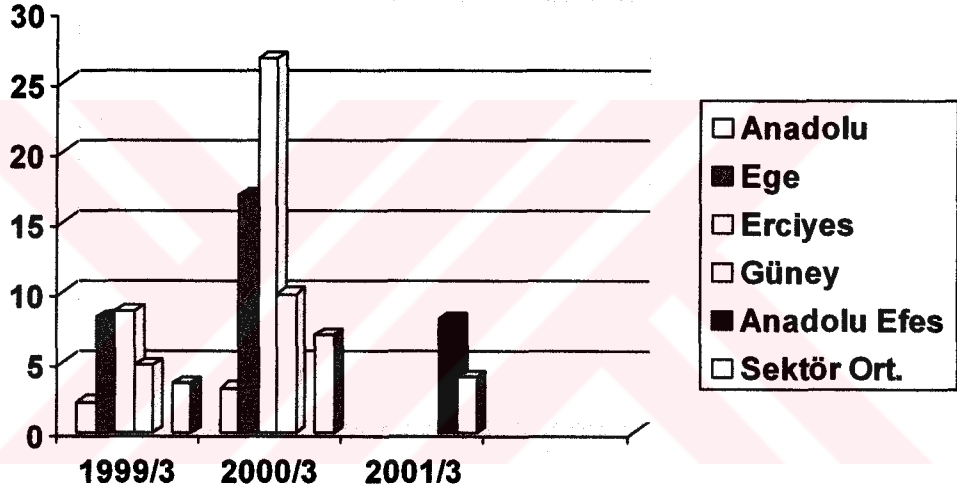


Şekil 8.25. Özsermaye

8.26. PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ

Tablo 8.26. Piyasa Değeri/Defter Değeri

	1999/3	2000/3	2001/3
Anadolu Bira	2.2	3.2	
Ege Bira	8.2	16.89	
Erciyes Bira	8.7	26.58	
Güney Bira	4.81	9.88	
Anadolu Efes			8.08
Sektör Ortalaması	3.58	7.01	3.93



Şekil 8.26. Piyasa Değeri/Defter Değeri

TC İÇİŞİLERİ BAKANLIĞI
ULUSLARARASI İŞLER
BÜYÜK MÜDÜRLÜĞÜ

SONUÇ VE ÖNERİLER

Küreselleşmenin etkisiyle ağırlaşan rekabet koşulları, şirket birleşmeleri konusunun sıkça gündeme gelmesine neden olmuştur. Şirket birleşmelerinin sayısının son yıllarda artış göstermesi bu konunun önemini arttırmıştır. Bu çalışmada şirket birleşmeleri çeşitleri, nedenleri, oluşum süreci ve Türk hukuk yapısındaki yeri gibi birçok açıdan ele alınmıştır.

Birleşme kararının yönetimin alacağı en ciddi karar olması ve geri dönülemez nitelik taşıması bu kararın tasarlanma aşamasından birleşme sonrasına kadar çok ciddi olarak ele alınmasını gerektirir. Başarılı bir birleşme için en önemli husus şirketin zayıf yönlerinin çok iyi belirlenmesi ve bu eksiklikleri kapatacak en uygun aday şirketin belirlenmesidir. Diğer önemli bir nokta ise, birleşen ve birleşilen şirketlerin gerçekçi şekilde değerlendirilmesidir. Bunun için yönetimle personel arasındaki bilgi akışının üst düzeyde olması gereklidir ki; bu husus çalışanların menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerini engellemek için de gereklidir.

Son yıllarda dünyada yaşanan şirket birleşmelerinin sayısındaki artış Türkiye'ye aynı oranda yansımamıştır. Bunun nedeni olarak küreselleşme baskılarının Türkiye'de tam olarak hissedilememesi gösterilebilir. Türkiye'de yaşanan birleşmelerin çoğunun Rekabeti Koruma Kanunu' nun kapsamı dışında kalmasının da etkisiyle grup içi şirketler arasında olduğu görülmektedir.

Çalışmanın uygulama bölümünde güncel bir birleşme olması nedeniyle Anadolu Grubu'na bağlı olarak faaliyet gösteren Anadolu Bira, Ege bira, Erciyes Bira ve Güney Bira şirketlerinin Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş. adı altında birleşmesi ele alınmıştır. Birleşme sonrası şirket, faaliyet gösterdiği sektörün en güçlü firması olmuştur. Bununla birlikte pazar gücü artmış, hammadde ve kredi tedarik konularında önemli avantaj elde etmiştir. Uygulama çalışmasının sonunda çeşitli finansal oranlar kullanılarak şirketin birleşme öncesi ve sonrası mali yapısı incelenmiştir.

EKLER

ANADOLU BİRACILIK BİLANÇO (Milyon TL)

AKTİF KALEMLER

KALEMLER	1999/3	2000/3
Dönen Varlıklar	4.502.536	6.727.044
Duran Varlıklar	7.123.539	10.513.789
Aktif Toplamı	11.626.075	17.240.833

PASİF KALEMLER

Kısa Vadeli Borçlar	3.487.651	3.452.137
Uzun Vadeli Borçlar	144.175	241.577
Özsermaye	7.994.249	13.547.119
Pasif Toplamı	11.626.075	17.240.833

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	1.337.503	2.757.427
Satışların Maliyeti (-)	(600.969)	(1.562.801)
Brüt Satış Karı	736.534	1.194.626
Faaliyet Giderleri (-)	(340.098)	(283.120)
Esas Faaliyet Karı (zararı)	396.436	911.506
Diğer Faaliyet. Gelir ve Karlar	47.379	843.795
Diğer Faaliyet. Gider ve Zarar (-)	(38.358)	(116.233)
Finansman Giderleri (-)	(194.449)	(233.101)
Faaliyet Karı Zararı (-)	211.008	1.405.967
Olağanüstü Gelir ve Karlar	1.025	25.467
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(69)	(406)
Dönem Karı Zararı (-)	211.964	1.431.028
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	(76.626)	(332.547)
Net Dönem Karı (Zararı)	135.338	1.098.481

ERCIYES BİRACILIK
BİLANÇO (Milyon TL)

AKTİF KALEMLER

KALEMLER	1999/3	2000/3
Dönen Varlıklar	21.643.554	23.624.829
Duran Varlıklar	42.823.754	57.860.896
Aktif Toplamı	64.467.308	81.485.725

PASİF KALEMLER

Kısa Vadeli Borçlar	23.497.092	26.257.784
Uzun Vadeli Borçlar	31.519.609	45.084.788
Özsermaye	9.450.607	10.143.153
Pasif Toplamı	64.467.308	81.485.725

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	6.548.238	9.558.955
Satışların Maliyeti (-)	(5.163.244)	(7.950.990)
Brüt Satış Karı	1.384.994	1.607.965
Faaliyet Giderleri (-)	(1.157.315)	(2.541.813)
Esas Faaliyet Karı (zararı)	227.679	(933.848)
Diğer Faaliyet. Gelir ve Karlar	2.505.074	2.294.310
Diğer Faaliyet. Gider ve Zarar (-)	(489.258)	(314.930)
Finansman Giderleri (-)	(6.890.656)	(5.469.208)
Faaliyet Karı Zararı (-)	(4.647.161)	(4.423.676)
Olağanüstü Gelir ve Karlar	4.927	16.742
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(610)	(14.338)
Dönem Karı Zararı (-)	(4.642.844)	(4.421.272)
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
Net Dönem Karı (Zararı)	(4.642.844)	(4.421.272)

GÜNEY BİRACILIK
BİLANÇO (Milyon TL)

AKTİF KALEMLER

KALEMLER	1999/3	2000/3
Dönen Varlıklar	7.062.344	5.893.901
Duran Varlıklar	12.379.791	15.859.236
Aktif Toplamı	19.442.135	21.753.137

PASİF KALEMLER

Kısa Vadeli Borçlar	9.668.104	9.299.310
Uzun Vadeli Borçlar	2.365.926	3.467.364
Özsermaye	7.408.105	8.986.463
Pasif Toplamı	19.442.135	21.753.137

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	2.958.357	2.863.025
Satışların Maliyeti (-)	(1.651.822)	(1.572.539)
Brüt Satış Karı	1.306.535	1.290.486
Faaliyet Giderleri (-)	(573.851)	(917.428)
Esas Faaliyet Karı (zararı)	732.684	373.058
Diğer Faaliyet. Gelir ve Karlar	232.926	1.060.354
Diğer Faaliyet. Gider ve Zarar (-)	(3.719)	(50.245)
Finansman Giderleri (-)	(1.144.346)	(878.242)
Faaliyet Karı Zararı (-)	(182.455)	504.925
Olağanüstü Gelir ve Karlar	700	156
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(3.074)	(21.626)
Dönem Karı Zararı (-)	(184.829)	483.455
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
Net Dönem Karı (Zararı)	(184.829)	483.455

EGE BİRACILIK
BİLANÇO (Milyon TL)

AKTİF KALEMLER

KALEMLER	1999/3	2000/3
Dönen Varlıklar	9.943.813	19.704.114
Duran Varlıklar	31.132.268	40.368.581
Aktif Toplamı	41.076.081	60.072.695

PASİF KALEMLER

Kısa Vadeli Borçlar	17.201.499	22.402.787
Uzun Vadeli Borçlar	1.177.309	1.746.681
Özsermaye	22.697.273	35.923.227
Pasif Toplamı	41.076.081	60.072.695

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	4.961.217	11.375.187
Satışların Maliyeti (-)	(2.921.452)	(7.229.543)
Brüt Satış Karı	2.039.765	4.145.644
Faaliyet Giderleri (-)	(1.294.904)	(2.010.708)
Esas Faaliyet Karı (zararı)	744.861	2.134.936
Diğer Faaliyet. Gelir ve Karlar	787.598	1.648.794
Diğer Faaliyet. Gider ve Zarar (-)	(38.297)	(2.566)
Finansman Giderleri (-)	(1.196.173)	(1.247.125)
Faaliyet Karı Zararı (-)	297.989	2.534.039
Olağanüstü Gelir ve Karlar	2.524	213
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(10.175)	(3.818)
Dönem Karı Zararı (-)	290.338	2.530.434
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	(138.217)	(444.870)
Net Dönem Karı (Zararı)	152.121	2.085.564

ANADOLU EFES BİRACILIK
BİLANÇO (Milyon TL)

AKTİF KALEMLER

KALEMLER	2000/3	2001/3
Dönen Varlıklar	23.624.829	100.281.511
Duran Varlıklar	57.860.896	151.169.819
Aktif Toplamı	81.485.725	251.451.330

PASİF KALEMLER

Kısa Vadeli Borçlar	26.257.784	98.615.510
Uzun Vadeli Borçlar	45.084.788	81.157.991
Özsermaye	10.143.153	71.677.829
Pasif Toplamı	81.485.725	251.451.330

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

Net Satışlar	9.558.955	32.725.617
Satışların Maliyeti (-)	(7.950.990)	(17.942.235)
Brüt Satış Karı	1.607.965	14.783.382
Faaliyet Giderleri (-)	(2.541.813)	(6.647.800)
Esas Faaliyet Karı (zararı)	(933.848)	8.135.582
Diğer Faaliyet. Gelir ve Karlar	2.294.310	14.992.102
Diğer Faaliyet. Gider ve Zarar (-)	(314.930)	(3.171.114)
Finansman Giderleri (-)	(5.469.208)	(43.835.738)
Faaliyet Karı Zararı (-)	(4.423.676)	(23.879.168)
Olağanüstü Gelir ve Karlar	16.742	151.414
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(14.338)	(126.486)
Dönem Karı Zararı (-)	(4.421.272)	(23.854.240)
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
Net Dönem Karı (Zararı)	(4.421.272)	(23.854.240)

KAYNAKLAR

AKAY Hüseyin: İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yaylın Matbaası, İstanbul, 1997

AKGÜÇ Öztin: Finansal Yönetim, Genişletilmiş 6.Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, İstanbul, 1995

ALPUGAN Oktay: İşletme Bilimine Giriş, Derya Kitabevi, II.Baskı, Trabzon, Şubat 1998

AYDIN Nurhan: İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği, TOBB Yayın No: Genel 150; Ar-Ge 62, Ankara, 1990

BOATRIGHT John R.: Ethics In Finance, Blackwell Publishers Inc., U.S.A., 1999

ÇELİK Orhan: Şirket Birleşmeleri, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999

DUBIN Michael: Foreign Acquisitions and The Spread of The Multinational Firm, Arno Press, New York, 1980

GREEN Milford B.: Mergers and Acquisitions, Routledge Inc., New York, 1990

GÜLENÇ Kerem: “Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama”, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1994

HACİMEHMETOĞLU Volkan: “Şirket Birleşmeleri ve Devralma Üzerine Bir Çalışma”, T.C. Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli, 2000

HITT Michael A., IRELAND R. Duare, HOSKISSON Robert E.: Strategic Management, West Publishing Company, U.S.A., 1995

HLADIK Karen J.: International Joint Ventures, Lexington Books, Toronto, 1985

İSLAMOĞLU Hamdi: Pazarlama Yönetimi ve Uygulamaları, Kocaeli, 1996

JOHNSON Hazel: Mergers and Acquisitions, Redwood Books, England, 1999

ÖZBALCI Yılmaz: Kurumlar Vergisi Kanunu Yorum ve Açıklamaları, Ankara, 1997

ÖZUTKU Hatice: “Şirket Birleşmeleri ve Performans Analizi”, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1996

RODOPLU Gültekin, AKDEMİR Ali: İşletme Bilimine Giriş, Tuğra Ofset Matbaacılık, Isparta, 1998

SNOEYENBOS Milton, ALMEDLER Robert, HUMBER James: Business Ethics, U.S.A., 1992

ŞANVER Ali İ.: “Accounting for Business Combinations”, T.C. Boğaziçi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 1995

TARAKÇI Hızır: Gelir, Kurumlar ve KDV Kanunlarına Göre Mükellefiyetlerin Sona Ermesi ve Kurumlaşma, Değişim Yayınları, Adapazarı, 1995

TÜRK Hikmet Sami: Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No:185, Ankara, 1986

VAN HORNE James C.: Financial Management and Policy, Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1986

YASAMAN Hamdi: Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No:186, Ankara, 1986

ÖZGEÇMİŞ

1974 yılında İstanbul'da doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini İstanbul'da tamamladı. 1994 yılında girdiği Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nden 1998 yılında mezun oldu. 1998 yılında girmiş olduğu Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Programı'nda yüksek lisansını, 2001 yılında tamamladı.

