



T.C.

KARAMANOĞLU MEHMETBEY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BÜYÜME STRATEJİSİ OLARAK
ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI
TÜRK PERAKENDE SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA

Hazırlayan

İbrahim AKGÖBEK

İşletme Ana Bilim Dalı

İşletme Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Prof. Dr. Osman ÇEVİK

KARAMAN – 2011

BÜYÜME STRATEJİSİ OLARAK
ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI
TÜRK PERAKENDE SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA

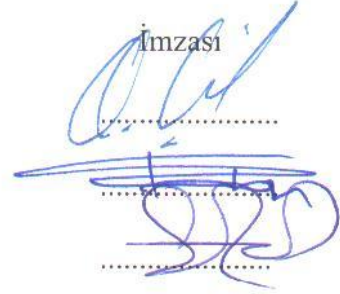
Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 14 /06/2011

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

Başkan : Prof. Dr. Osman ÇEVİK

Üye : Yrd. Doç. Dr. Rabia ÖZPEYNİRCİ

Üye : Yrd. Doç. Dr. Hasan GÜL

İmzası


Bu tez, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 02/06/2011 tarih ve 17-178 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Enstitü Müdür V.: Prof. Dr. Kemal ESENGÜN

Mühür
İmza


ÖZET

Bu çalışmada şirket satın alma ve evliliklerinin genel amaç ve uygulama sürecinin ekonomik ve hukuki çerçevede açıklanması, şirket satın alma ve birleşme kavramları ve kapsamı, şirket satın alma ve birleşmelerini ortaya çıkaran nedenler, güncel örnekler aracılığı ile birleşme öncesi beklenti ve sonuçların ortaya konulması amaçlanmıştır. Çalışmanın inceleme sahası, İttifak Holding'in perakende sektöründe faaliyet gösteren iki şirketi olan Adese ve Mercek arasında yaşanan birleşme olup literatür bilgisi çerçevesinde, söz konusu birleşme ya da satın alma işleminden hareketle aşağıdaki soruların yanıtlanması hedeflenmiştir:

- Birleşme ya da satın almanın türleri, stratejik amaçları nelerdir?
- Birleşme ya da satın almadan beklenen sinerji hangi alanlarda ve ne boyutta gerçekleşecektir?
- Birleşmeyi başarı ya da başarısızlığa götüren faktörler nelerdir?

Bu incelemeler ışığında uygulama kısmında Adese-Mercek birleşmesinin sektörel ve organizasyonel etkileri araştırılmıştır. Söz konusu birleşmenin öncesi ve sonrasına ilişkin pazar payı, ürün-hizmet gamı ve finansal değerlere olumlu etkileri olduğu görülmüştür. İşletmenin marka imajı oluşturmasında etkili olan birleşme stratejik açıdan amaçlarına ulaşmıştır.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Strateji, Büyüme, Birleşme ve Satın Alma

SUMMARY

In this study, company acquisitions and general purposes of their marriage, and economic and legal framework, disclosure of the application process, concepts and scope of company acquisitions and mergers, company acquisitions and mergers reveal the causes, current examples to find out through the pre-merger expectations and outcomes. Review of the study area, İttifak Holding, operating in the retail sector in the merger between the two companies Adese and Mercek is within the framework of literature data, merger or acquisition process, the movement aimed to answer the following questions:

- Merger or acquisition types, are the strategic objectives?
- Merger or purchase and to what extent the expected synergies will take place in what areas?
- What are the factors leading to success or failure of the merger?

This section reviews the application in light of sectoral and organizational Adese-Mercek combination was investigated. The pre-and post-merger market share of product-service line and was found positive effects of financial values. Effective in building brand image in the business has reached the objectives of the strategic merger.

Keywords: Globalization, Strategy, Growth, Mergers and Acquisitions

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
SUMMARY	ii
İÇİNDEKİLER	iii
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
TABLolar LİSTESİ	x
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

DEĞİŞEN REKABET ORTAMI VE İŞLETMELERDE BÜYÜME

I.1. Küreselleşme ve Rekabet Paradigmasındaki Değişim.....	3
I.1.1. Küreselleşme Kavramı	4
I.1.2. Küreselleşmenin Nedenleri.....	6
I.1.3. Rekabet Paradigmasındaki Değişim.....	8
I.2. İşletmelerde Büyüme	11
I.2.1. İşletmeleri Büyümeye İten Nedenler.....	12
I.2.2. İşletmelerde Büyüme Stratejileri	13
I.2.2.1. Organik Büyüme (İç Büyüme).....	14
I.2.2.1.1. Yoğun Büyüme Stratejisi	15
I.2.2.1.2. Çeşitlendirme Stratejisi	18
I.2.2.1.3. Modernizasyon Stratejisi.....	19
I.2.2.2. İnorganik Büyüme (Dış Büyüme)	20
I.2.2.2.1. Stratejik İttifaklar.....	21
I.2.2.2.2. Başka İşletmelerle Birleşme ya da Satın Alma Yoluyla Büyüme	23

II. BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

II.1. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları Kavramsal Çerçeve.....	24
II.1.1. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Temel Özellikleri	25
II.1.2. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Amaçları	27
II.1.3. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Türleri.....	31
II.1.3.1. Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers).....	32
II.1.3.2. Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers).....	33
II.1.3.3. Yığın/İlişkisiz/Aykırı/Karma Birleşmeler (Conglomerate Mergers)	33
II.2. Şirket Birleşmelerinde Başarı ve Başarısızlık	34
II.3. Sınır Ötesi (Cross Border) Birleşmeler.....	39
II.4. Dünyada ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri	41
II.4.1. Dünyada Birleşme ve Satın Almaların Genel Perspektifi.....	41
II.4.2. Bir Sınır Ötesi Birleşme Örneği: Daimler Benz – Chrysler Birleşmesi	50
II.4.3. Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almaları	54
II.4.4. Türkiye’den Bir Birleşme Örneği: Aria – Aycell Birleşmesi.....	58

III. BÖLÜM

PERAKENDECİLİK SEKTÖRÜ

III.1. Perakendecilik Sektörü ve Türkiye Ekonomisindeki Yeri	61
III.1.1. Perakende Kavramı ve Sektörel Gelişim Süreci	61
III.1.2. Dünya Perakende Sektörü.....	63
III.1.3. Perakende Sektörünün Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri	67

IV. BÖLÜM

TÜRK PERAKENDE SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA

ADESE MERCEK BİRLEŞMESİ

IV.1. Araştırmanın Amaçları	71
IV.1.1. Araştırmanın Yöntemi	72
IV.1.2. Araştırmanın Sınırlılıkları.....	72
IV.2. Birleşme Sürecine İlişkin İstatistikî Veriler ve Değerlendirme.....	73
IV.2.1. İşletmeleri Tanıtıcı Bilgiler	73
IV.2.1.1. Adese A.Ş.....	73
IV.2.1.2. Mercek A.Ş.....	74
IV.2.2. Adese- Mercek Birleşmesi.....	75
IV.2.3. Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı.....	76
IV.2.4. Birleşme Öncesi ve Sonrası Karşılaştırmalı Durum Analizi	77
IV.2.4.1. Mağazalar ve Müşteri Sayıları	77
IV.2.4.2. Satışlar ve Ürünler	87
IV.2.4.3. Adese ve Adesem Ciro Değişimleri	97
IV.2.4.4. Pazar Payı.....	98
IV.3. Finansal Analiz	106
IV.3.1. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Analizleri	107
IV.3.1.1. Perakende Sektörü Brüt Kar Marjı	109
IV.3.1.2. Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar Marjı (FAVÖK)	111
IV.3.2. Bilanço Analizleri.....	112
IV.3.2.1. Yatay ve Dikey Analiz.....	113
IV.3.2.1.1. Varlıkların Yatay ve Dikey Analizi	113

IV.3.2.1.2. Kaynakların Yatay ve Dikey Analizi	116
IV.3.3. Oran Yöntemi ile Analiz.....	119
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	127
KAYNAKLAR.....	130

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. İşletmelerde Büyüme Stratejileri	14
Şekil 2.1. Watson Wyatt Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Almaların Nedenleri	28
Şekil 2.2. Birleşme Amaçları	29
Şekil 2.3. Dünyada Şirket Birleşme ve Satın almalarının Türleri	34
Şekil 2.4. Evliliklerde Beklenen ve Gerçekleşen Sinerjiler	38
Şekil 2.5. Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı (Kuzey Amerika).....	41
Şekil 2.6. Birleşme ve Satın Alma Değerleri (Kuzey Amerika)	42
Şekil 2.7. Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı (Avrupa).....	43
Şekil 2.8. Birleşme ve Satın Alma Değerleri (Avrupa)	43
Şekil 2.9. Satıcı İlk Beş Ülke	44
Şekil 2.10. Alıcı ilk Beş Ülke	44
Şekil 2.11. Dünyada Doğrudan Yatırımlar ve M&A'ler	46
Şekil 2.12. Türkiye'de Yıllar Bazında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almalar	56
Şekil 3.1. Dünya Tüketici Güven Düzeyleri	65
Şekil 3.2. Perakende Pazar Büyüklüğü ve Perakende/GSYH Oranı (2009)	66
Şekil 4.1. Ortaklık Yapısı.....	76
Şekil 4.2. Net Satış Alanı- Toplam Mağaza Sayısı	79
Şekil 4.3. Mağaza Sayısı	79
Şekil 4.4. Aralık 2008 Mağaza Metrekare Dağılımı.....	80
Şekil 4.5. Mayıs 2009 Mağaza Metrekare Dağılımı	81
Şekil 4.6. Mağaza Sayılarının Bölgesel Dağılımı.....	81
Şekil 4.6. Yıllık Müşteri Sayısı	82

Şekil 4.7. Toplam Müşteri Sayısının Dağılımı (2008).....	84
Şekil 4.8. Büyük Mağazanın Net Satış Alanı (m2)	84
Şekil 4.9. Metrekare Başlı Müşteri Sayısı.....	85
Şekil 4.10. Sepet Değerine Göre Müşteri Yoğunluğu	86
Şekil 4.11. Endeksler (Net Satış Alanı-Aylık Müşteri Sayısı-m ² Başlı Müşteri Sayısı)	86
Şekil 4.12. Aylık Müşteri Sayısı-Toplam Net satış Alanı.....	87
Şekil 4.13. Ürün Kategorilerine Göre Ciro Kırılımı.....	88
Şekil 4.14. En Fazla Ciroya Sahip Mağazalar ve Ciroları (2008)	91
Şekil 4.15. En Fazla Ciroya Sahip Mağazaların Toplam Cirodan Aldıkları Pay (2008)	91
Şekil 4.16. En Fazla Ciroya Sahip Mağazalar ve Ciroları (2009)	92
Şekil 3.17. En Fazla Ciroya Sahip Mağazaların Toplam Cirodan Aldıkları Pay (2009 Mayıs).....	92
Şekil 4.18. Adese ve Adesem Mağazaları Metrekare Başlı Ciro ve Metrekare Başlı Müşteri (2009 Mayıs).....	93
Şekil 4.19. Ortalama Metrekare Başlı Ciro (2009 Mayıs)	94
Şekil 4.20. Metrekare Başlı Ciro (2008).....	95
Şekil 4.21. Metrekare Başlı Ciro (2009).....	95
Şekil 4.22. Mağazalara Göre Ciro Kırılımı	96
Şekil 4.23. Mağaza Ciro Gelişimi (1000 TL).....	98
Şekil 4.24. Ulusal Zincirler Arasındaki Pazar Payı	99
Şekil 4.25. Lokal Zincirler Arasındaki Pazar Payı	99
Şekil 4.26. Ciro Endeksi ve Değişkenleri	100
Şekil 4.27. Ciro ve Pazar Payı Endeksi.....	102
Şekil 4.28. Metrekare Başlı Ciro & Müşteri Başlı Gelir (TL).....	103

Şekil 4.29. Metrekare Başlı Cironun Sektör Ortalaması ile Karşılaştırması.....	104
Şekil 4.30. Sektördeki Rakipler Arasında Metrekare Başlı Ciro (2008)	106
Şekil 4.31. Brüt Kar Marjı ve Faaliyet Giderleri Ciro Payı Sektörel Karşılaştırması (2008)	109
Şekil 4.32. Pazarlama Giderleri	111
Şekil 4.33. FAVÖK Marjı – Net Satışlar	112
Şekil 4.34. Finansal Borçlar	117
Şekil 4.35. Marjlar ve Özsermaye Karlılığı	118
Şekil 4.36. Özsermaye Karlılığı (2008)	123
Şekil 4.37. FAVÖK Marjı (2008).....	124
Şekil 4.38. Z Score Modeli.....	126

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. Büyüme/ Pazar Payı Matrisi	16
Tablo 2.1. Birleşme ve Satın Alma Dalgaları	27
Tablo 2.2. Birleşmelerin Finansal Amaçları	30
Tablo 2.3. Birleşmelerde Başarıya Götüren Adımlar	39
Tablo 2.4. En Büyük 25 Sınırötesi Birleşme ve Satınalma İşlemi	47
Tablo 2.5. Dünyanın En Büyük İlaç Şirketleri	48
Tablo 2.6. Dünyada Büyük Şirket Evlilikleri.....	49
Tablo 2.7. 2004-2007 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 20 Satın Alma ve Birleşme İşlemi	57
Tablo 3.1. Küresel Perakende Sektörünün Önde Gelen Firmaları	65
Tablo 3.2. Türkiye’deki Perakende Mağazalarının Türlerine Göre Dağılımı	68
Tablo 4.1. Bağlı Ortaklıklar	77
Tablo 4.2. Mağaza Sayıları	82
Tablo 4.3. Müşterilerin Mağazalara Göre Dağılımı	83
Tablo 4.4. Satışların Ürün Grubuna Göre Dağılımı	89
Tablo 4.5. Gıda Dışı Ürün Satışları	90
Tablo 4.6. Diğer Gelirler	97
Tablo 4.7. Gelir Tablosu (2007-2008).....	108
Tablo 4.8. Varlıkların Yatay ve Dikey Analizi	114
Tablo 4.9. Kaynakların Yatay ve Dikey Analizi	116
Tablo 4.10. Rasyo Analizi Sonuçları (2008).....	121
Tablo 4.11. Sektörel Devir Hızları	122
Tablo 4.12. Dupont Analizi.....	125

GİRİŞ

Yaşadığımız yüzyıl, dünyanın her köşesinde meydana gelen gelişmelerin gerek küreselleşme ve gerekse bilgi teknolojileri sayesinde hızla yayılımına sahne olmaktadır. Bu yayılım tüm dünyanın tek bir pazaryeri haline gelmesine, dolayısıyla dünya yüzeyindeki tüm ekonomik aktivitelerin tek bir pazarda gerçekleşmesine neden olmakta ve işletmelerin rekabet alanını daralmaktadır. Dünyanın giderek küçülmesine karşın rekabet baskısının sürekli artması, rekabet avantajı için işletmelerde ölçeğin önemini artırmaktadır. İşletmelerin en genel amaçlarından olan büyüme, niteliğini amaç olmaktan zorunluluk olma yönünde değiştirmiş ve “büyük balığın küçük balığı yemesi” temeline dayalı doğa kuralı ekonomik arenada da etkili olmaya başlamıştır.

Büyüme, birim maliyetleri azaltan bir kuvvet olması nedeniyle işletme etkinliğini genellikle olumlu etkileyen bir süreçtir. Mal ve hizmetlerin giderek birbirine benzediği, geleneksel pazarlama yöntemlerinin etkisini yitirdiği, tüketicilerin iletkenliğini artırdığı yeni ekonomik sistemde satın alma davranışı, çoğunlukla fayda/maliyet oranı ile şekillenmektedir. Özellikle dünya nüfusunun çoğunluğunu oluşturan düşük gelirli tüketiciler nezdinde ürünleri diğerlerinden farklı kılan en önemli unsur fiyat haline gelmiş ve bu durum işletmeleri ölçek ekonomisi yoluyla maliyetleri düşürmek zorunda bırakmıştır. Ölçek ekonomisine ulaşmanın en temel yolu da büyümedir.

İşletmeler otofinansman, borçlanma ya da ortaklaşa faaliyet gibi büyüme stratejileri izleyebilecekleri gibi, faaliyetlerinin ölçeğini büyütme ve etkinliğini artırmak için başka işletmelerle birleşme yoluna da gidebilirler. Özellikle aynı sektörde faaliyet gösteren rakip işletmelerin kazan-kazan prensibi temelinde güçlerini birleştirerek gerçekleştirdikleri işletme birleşmeleri rekabet üstünlüğünü lehine dönüştürmede kullanılan en önemli araçlardır. Bu çalışmanın araştırma sahası olan perakendecilik sektörü, nihai tüketici ile

birebir temas noktasında bulunan, tüketici devriminin son derece hızlı gelişmesi nedeniyle farklılaşma ve yenilikçiliğin hayati önem taşıdığı, yoğun rekabet altındaki sektörlerden biri olma karakteristiklerinden dolayı son yıllarda çok sayıda işletme birleşmesine sahne olmuştur.

Bu çalışma dört ana bölümden oluşmuştur. Çalışmanın ilk bölümünde öncelikle, konunun düşünsel bütünlüğünü sağlamak amacı ile rekabetin değişen yüzünün ortaya konulması uygun görülmüş ve küreselleşme ekseninde rekabet paradigmasındaki değişim incelenmiştir. Bu değişimin işletme yapılarına yansması ve bu ekseninde büyüme kavramı türleri çerçevesinde açıklanmıştır.

İkinci bölüm büyüme türlerinin en sık rastlananlarından biri olan işletme birleşmeleri ve satın almalarının genel perspektifinin çizilerek detaylarıyla açıklanmasına ayrılmış ve bu amaçla şirket birleşmelerinin kapsamı, amaçları, yöntemleri ve başarı unsurları incelenmiştir. Bu bölüm, ilgili literatürün detaylı incelemesinin dünyadan ve Türkiye’den şirket birleşmesi örnekleri ile pekiştirilmesi üzerine inşa edilmiştir.

Üçüncü bölümde çalışmanın başlığı ile örtüşecek biçimde Türk perakende sektöründe işletme birleşmelerine ilişkin bir araştırma yapılması amacına yönelik olarak hazırlanmıştır. Bu noktadan hareketle öncelikle sektöre ilişkin bilgiler verilmiştir.

Dördüncü bölümde ise Adese ve Mercek arasında gerçekleşen birleşme süreci spesifik olarak incelenerek araştırmanın metodolojisi ve bulguları ortaya konulmuştur.

Son kısımda ise bu bulgular çerçevesinde konuya ilişkin sonuçlar ve değerlendirmeler sunulmuştur.

I. BÖLÜM

DEĞİŞEN REKABET ORTAMI VE İŞLETMELERDE BÜYÜME

20.yy'ın başlarında ilk işaretlerini gösteren ve teknolojideki gelişmeler sayesinde yüzyılın son çeyreğinden itibaren hızlanan küreselleşme olgusu, tüm dünyada ekonomik, siyasi ve sosyal açıdan önemli gelişmelerin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Güleş ve Bülbül, 2004:3). Ortaya çıkışı, içeriği ve etkileri konusunda pek çok görüş olsa da; dünya, adına “küreselleşme” denilen, olumlu ya da olumsuz nitelensin, taraf ya da karşıtı olunsun, kaçınılması imkânsız gibi görünen bir eğilimin etkisindedir.

Kavramın gündelik hayattan, ulusal siyasete, uluslar arası ilişkilere kadar etkilediği çok geniş bir alan mevcuttur. Küreselleşmenin tetiklediği en önemli gelişmelerden biri iş yapma biçimlerinde meydana gelen değişimdir. İşletmeler, özellikle küreselleşme ve teknolojik ilerlemelerin sonucunda rekabetin giderek yoğunlaştığı pazarlardan pay alabilmek için etkin bir büyüme stratejisi izlemek zorunda kalmaktadırlar.

İzleyen sayfalarda, işletmelerin faaliyet gösterdikleri güçlü rekabet arenasında meydana gelen teknoloji ve küreselleşme temelli değişiklikler çerçevesinde işletmeleri büyümeye yöneltten nedenler ve büyüme stratejileri hakkında bilgi verilmiştir.

I.1. Küreselleşme ve Rekabet Paradigmasındaki Değişim

Günümüzde etki alanı en büyük gelişmelerden biri olan küreselleşme, rekabet yapısında kökten değişimlere neden olmuş ve şirketleri değişen pazar ve rekabet yapılarına ayak uydurmak için yeni çözümler bulmak zorunda bırakmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve küreselleşme kapsamındaki yasal düzenlemeler, şirketler için de birlikteliklerin yolunu açmıştır.

I.1.1. Küreselleşme Kavramı

Küreselleşme kelimesinin akademik ve günlük kullanımları gözden geçirildiğinde bu kelimenin başlıca kullanımlarının şunlar olduğu görülür: (Cangir, 2001:205-206)

Küreselleşmenin en yaygın kullanımı “uluslar arası ilişkiler” kavramıyla yakından ilişkilidir. Bu anlamda küreselleşme, farklı ülkelerin ve bu ülkelerde yaşayan insanların birbirine bağımlılığının ve ilişkilerinin artması demektir. Küreselleşme bu anlamda algılanırsa yeni bir kavrama ihtiyaç yoktur. Çünkü son yıllarda sınırlar arası ilişkiler artmış olsa da, yaklaşık 500 yıldır devlet sistemlerinin ortaya çıkışından beri sınırlar arası ilişkiler gerçekleşmektedir. Ancak kavramı sınırlar arası ilişkilerle sınırlamayıp, “ulusal kültürlerin, ulusal ekonomilerin ve ulusal sınırların çözüldüğü, sosyal hayatın büyük bir bölümünün birleştirildiği ve bu birleşim tarafından yönlendirildiği yeni bir süreç ve düzen (Hirst ve Thompson, 2000:26)”e atfeden bir şekilde kullanılırsa, uluslararası ilişkiler kavramıyla ilişkili anlamından sapılmamış olur.

Küreselleşme kavramının ikinci kullanımı “liberalleşme” anlamındadır. Bu anlamda küreselleşme; ülkeler arasında mal, hizmet, para ve kaynak transferinin hiçbir düzenleyici kurala, engele takılmadan gerçekleşmesidir. Ancak liberalizmin serbest ticarete, “piyasayı kendiliğinden düzenleyen gizli el” e ve ekonomiye müdahil olmayan “bekçi devlet”e olan vurgusu, en azından Adam Smith’den beri gündemdedir. Bu nedenle ikinci bir kavrama gerek yoktur. Ancak burada da karşımıza, kavramın kapitalizmle ilişkilendirilen boyutu çıkmakta ve küreselleşme “ulusal ekonomilerin dünya pazarıyla eklemlenmesi ve iktisadi karar süreçlerinin giderek dünya kapitalizminin sermaye birikimine yönelik dinamikleriyle belirlenmesi” (Yeldan, 2001:13) olarak tanımlanmaktadır. Aslanoğlu (Aslanoğlu, 2000:331), küreselleşmenin gündelik hayata bakılarak nasıl anlaşılacağı sorusuna Robin Williams’ın bir kurgusuyla cevap vermektedir.

“Merkezi Amerika’da bulunan uluslar arası bir şirketin Londra’daki bürosunda çalışan genç İngiliz, işi bitince Japon yapımı arabasına binerek evine döndü. Alman mutfak gereçleri ithal eden bir firmada çalışan eşi eve ondan önce gelmişti, çünkü küçük İtalyan arabasıyla trafikte daha kolay ilerleyebiliyordu. Yeni Zelanda pirzolası, California havucu, Meksika balı, Fransız peyniri ve İspanyol şarabından oluşan yemeklerini yedikten sonra, Fin yapımı televizyonlarında İngilizlerin Falkland adalarını alışlarına dair bir program seyrettiler. Program sonrasında ne kadar İngiliz olduklarını hissederek mutlu oldular”. Aslanoğlu’nun örneği, küreselleşmenin günümüz toplumları için kaçınılması ne zor bir süreç olduğunu ortaya koymaktadır.

Bir diğer bakış açısıyla küreselleşme, insanlar arasında mekanı aşan ilişkilerin gelişmesidir. Bu mekan; vilayet, ülke, bölge gibi sınırlarla bölünemez. Söz konusu olan sınırlar arası değil, sınırlar üstü bir ilişkidir. Sınırlar varlığını ve önemini günümüzde de muhafaza etse bile, iletişim ve bilişim teknolojisindeki olağanüstü gelişmeler, zaman ve mekan ayrımını ortadan kaldırmış, elektronik para, elektronik haberleşme gibi olgular, ekonomik, toplumsal ve kültürel yönden “zaman-mekan sıkışması” na neden olmuştur. Somutlaştırmak gerekirse, önceden insanların etkileşimleri ve diğer insanlarla yakınlıkları aynı mahalle, aynı köy veya aynı ülkeye mensup olmaktan kaynaklanıyor iken, artık insanlar bilgisayarının başında, dünyanın öbür ucundaki insanlarla konuşup yazışabiliyor, oralardan mal sipariş edebiliyor ve herhangi bir üniversitenin kütüphanesinde araştırma yapabiliyor. Bu eylemleri aynı mekânda ve aynı zaman aralığında gerçekleştirebiliyorlar. İşte “zaman ve mekan sıkışması” denilen olgu budur (Cangir, 2001: 206).

Ömer Demir, bu olguya örnek olarak, Ankara’da ikamet eden bir öğretim üyesini göstermektedir (Demir, 2003:9): Ankara’da ikamet eden bir öğretim üyesi, dünyanın 20 değişik ülkesinde ikamet eden ve birbirleriyle fiziksel ortamda hiç karşılaşmayan 30 kişilik

bir gruba, ABD’de bir üniversitenin gözetiminde internet ortamından kurs verebilmektedir. Dönem sonunda, gerekli araştırmaları yapan ve başarı ile kursu tamamlayan öğrenciler de bunu belgeleyen bir sertifika almaktadırlar. Böyle bir eğitimin yapılmasında ortak payda, mekansal birliktelik değil, ortak bir dile sahip olma ve internet kullanabilmedir. Yani bir öğrencinin Amerika’daki bir üniversiteden öğrenim görmesi veya bir öğretim üyesinin Amerikan üniversitelerinde ders verebilmesi için artık Amerika’ya gitmesi gerekmemektedir. Mekansal birliktelik gerektirmeyen bir üretim veya faaliyet sadece eğitim alanı için değil, internet üzerinden satış veya naklinin mümkün olduğu tüm üretim alanları (kitap, yazılım, müzik, film vb.) için geçerlidir. Bu konuda on-line kitap pazarlama şirketi “amazon.com” tipik bir örnektir. Kısa sürede rakiplerini silerek dünyanın en büyük kitap pazarlama şirketi haline gelmiştir.

I.1.2. Küreselleşmenin Nedenleri

Küreselleşme sürecinin ortaya çıkmasında çok sayıda faktörün etkisi olmuştur. Bu faktörleri ana başlıklarıyla üç grupta toplamak mümkündür (Bozkurt, 2008).

- **Teknolojik Faktörler:** Günümüzde olağanüstü bir hızla ucuzlayarak yaygınlık kazanan enformasyon teknolojileri, uluslararasıdaki değişim, etkileşim sürecinde küresel dönüşümü hızlandırmaktadır. İletişim ve bilgisayar gücündeki patlama, küresel mali piyasaların gücüne ivme kazandırmıştır. Enformasyon süreçlerinin hayatımızda yol açtığı yenilikler, küreselleşmeyi “orada” bizden uzaklarda olan bir şey değil, aynı zamanda “burada” yanı başımızda bir hale getirmiştir (Kara, 2001:1). Fakat küreselleşmeyi salt teknolojik devrimlerin getirdiği çerçevede çözümlenmek anlamlı değil, bunun siyasal, kurumsal, ekonomik boyutları çok daha

önemlidir. Kaldı ki teknolojik değişme ne Tanrı vergisi bir şey, ne de rastlantısal bir olaydır. Merkez şirketlerinin ve diğer araştırma kurumlarının hesaplı, kitaplı AR-GE yatırımlarının bir ürünüdür (Kazgan, 2002:95). Ayrıca, günümüzde bir yandan ulusal ekonomilerin birbirleriyle karmaşık ilişkilere girmeleri, öte yandan artan bilgi talebinin geliştirdiği bilgi sektörü, ulusal ve uluslar arası ölçekte lokomotif sektör haline gelerek küreselleşme eğilimlerini hızlandırmaktadır (Öğüt, 2001:12).

- **İdeoloji Faktörü:** Özellikle Doğu Bloku'nun yıkılması sonrasında liberal piyasa ekonomisine yönelik güven duygusu artmıştır. Nitekim kısa bir sürede tüm maliyetine rağmen, eski planlı/devletçi ekonomiler, piyasa mekanizması süreci içinde, serbest ticaretin ve yabancı sermayenin imkânlarından yararlanma çabası içine girmişlerdir. Bir diğer ifade ile duvarların yıkılmasının ardından küreselleşmenin önündeki en büyük engellerden birisi aşılmıştır.
- **Ekonomik Faktörler:** Küreselleşmenin gelişim sürecinde, gelişmiş ülkelerde iç piyasaların doyması, özellikle 1970'lerdeki krizden sonra dış piyasalara açılma arayışı ile iktisadi faaliyetlerin hacimlerinin artmış olması küreselleşme sürecini ortaya çıkartan ekonomik faktörlerden bazılarını oluşturmaktadır. Çok uluslu firmaların "yeni uluslar arası iş bölümü" çerçevesinde üretimi bütün yerküreye yaymaları bunun bir göstergesidir. Çok uluslu şirketler (ÇUŞ - Multinational Enterprises - MNE)'in %90'ı gelişmiş ülkelerde (merkez ülkelerde)'dir. 1992'de doğrudan yabancı yatırım stoku 2 trilyon USD (\$) 'dır. Bu stoku kontrol eden ÇUŞ 5.5 trilyon \$ (yerli ve uluslar arası) satıştan sorumluydular. Bu rakam 1992'deki 4

trilyon \$ toplam dünya ticaretinden çok daha fazlaydı. Doğrudan yabancı yatırım stokunun yalnızca %5'inin kökeninde kalkınmakta olan ülkelere ait ÇUŞ vardı (Hirst ve diğ., 2000:81). Bugün, Birleşmiş Milletler dünyada 45.000'den fazla ÇUŞ'in var olduğunu söylemektedir. Bunların en büyük 500 tanesi dünya doğrudan yabancı sermaye yatırımının %80'ini gerçekleştirmektedirler. Bunlardan 441 tanesi ise ABD, AB ve Japonya'nın oluşturduğu üçlüye aittir (Rugman, 2004:195).

Küresel rekabet, uluslararası pazarlara tek ve büyük bir fabrikadan ulaşmak yerine, daha dinamik ve daha esnek bir şekilde çokuluslu ve çok fabrikalı bir yapılanma aracılığıyla uluslararası olarak yapılmaktadır. Küresel rekabet ortamında bir başka dikkat çeken nokta, şirket birleşmelerinin, işletmeler arasındaki ileri düzeyde işbirliklerinin ve ortak girişimlerin, iç pazar - dış pazar kavramını değiştirmesidir. Günümüzde işletmeler, sadece iç pazara yönelik faaliyette bulunsalar dahi, bu pazarlarda uluslar arası pazarlara yönelik faaliyet gösteren işletmelerle de rekabet etmektedirler (Tekin ve Ömürbek, 2004:49-52).

Tanıkan olunan yoğun rekabet, küreselleşme ve entegrasyon için itici bir güç özelliği taşımaktadır. Rekabet baskısı altındaki şirketler, ölçek ekonomilerine ulaşarak maliyetleri düşürmeye ya da ortaklıklar, işbirlikleri ve birleşmeler yoluyla stratejik dünya pazarlarına girmeye çalışmaktadırlar (Aydmir, 1998:45).

I.1.3. Rekabet Paradigmasındaki Değişim

20. yüzyılın ilk yarısında dünyamızda büyük değişimler, sosyal, siyasal, ekonomik dönüşümler ve devrimler yaşanmış, ikinci yarısında ise devrimlerin çoğunun yok oluşunu hazırlayan değişimler ivme kazanmış, yeni gelişmeler ve yaklaşımlar oluşarak günümüzü

etki altına almıştır (Odabaşı, 2004:11). Bilgi ve iletişim çağı şekillenirken, dramatik bir şekilde mevcut piyasaları değiştirmekte ve yerleşik sanayi dallarına yeni bir düzen vermektedir; bu da dünyanın hareket kabiliyeti en yüksek yarışmacıları arasında geleceğe yönelik bir yarış başlatmaktadır (Doz ve Hamel, 1999:15-16). Bilişim teknolojilerinin gelişimi, kapitalist toplumların temel iki kurumu olan işletmeler ve pazarların radikal bir yapısal dönüşüm geçirmelerine yol açmış ve iş dünyasının iş yapma usulleri, örgütlenme tarzları, üretim biçimleri gibi salt işletmelerin iç işleyişlerini değiştirmemiş, bunun da ötesinde rekabet ortamında var olabilmek için gerekli başarının temel dayanaklarını da farklılaştırmıştır (Geyik ve Barca, 2005). Şirketlerin yüksek üretim kapasitesine sahip olmalarına rağmen, yetersiz talep nedeniyle bunu kullanamamaları sonucu oluşan rekabet ortamına günümüzde **“hiperreket”** adı verilmektedir. Richard D’avenie, bu rekabet koşullarında işletmelerin güçlü yanlarına yönelmelerini, yani temel yetenekleri ve sahip oldukları kaynakların eşsiz bir kombinasyonu ile farklılaşmanın önemini vurgulamaktadır (Öncel, 2005:128-132). Ancak, küreselleşme ve teknolojik gelişmelerin etkileriyle yaratılan yeni dünya düzeni, artık işletmelerin farklı olanı yapma konusunda da zorluklarla karşılaşacağına işaret etmektedir. Çünkü bugün küresel sektörlerde rekabet eden işletmeler için, yüksek ürün kopyalama hızı ve çok düşük işçilik ücretleri gibi avantajlar ile tehlikeyi beraberinde getiren Çin tehdidi giderek büyümektedir. Küresel endüstrilerden yüksek oranda sermaye akışının gerçekleştiği, dünya nüfusunun beşte birine sahip olan bu ülke ekonomideki küresel yapılanmayı büyük ölçüde etkilemektedir (Fishman, 2006:15-16).

Görüldüğü üzere bugün, geçmişte olduğu gibi demografik bilgiler ve pazar trendlerine bakarak geleceği tahmin etmek imkansız hale gelmiştir. Çünkü artık gelecekte ne olacağını tahmin etmek için geçmiş yerine geleceği incelemek gerekmektedir. Gücün artık işletmelerde değil tüketicilerde olduğu günümüzde, işletmeler ürün merkezli,

birbirine entegre olamamış fonksiyonel birimlerden oluşan yapılardan, müşteri odaklı ve müşterinin karşısına tek bütün olarak çıkabilecek yapılara doğru değişmek zorundadır. Bu değişim yalnız bir kerelik değil sürekli değişen müşteri talepleriyle paralel olarak sürmelidir (www.erpcrm.com, 2004). Pazarlamanın geleneksel öğretileri olan reklam, pazar araştırması, kurum imajı, kurumsal iletişim, promosyon gibi kolay anlaşılıp uygulanabilen kavramlar rekabetin yeni geliştiği dönemde gereksinimleri karşılayarak şirket satışlarına olumlu etkiler yapmış, fakat tıkanmaya ve yetersiz kalmaya başladığı dönemde “müşteri” denen varlık yeniden keşfedilmiştir (Gel, 2002:12).

Bu bağlamda firmalar arası rekabetin yıllar bazındaki gelişim trendi izlendiğinde şu aşamaları görmekteyiz (Kavrakoğlu, Gedik ve Bakır, 2002:73-74):

- 1960'lara kadar, üretilen her malın satıldığı ve talebin arzın üzerinde seyrettiği **üretim odaklı** rekabet söz konusuydu. Dolayısı ile bu dönemde en önemli olgu, verimliliği artırmak ve daha fazla üretebilmektir.
- 1970'lerde firmalar, arz fazlası karşısında yetersiz kalan talebi uluslararası pazarlara açılarak aramaya başladılar. Bu dönemde **maliyet ve fiyat** faktörleri ile rekabet üstünlüğü sağlanırdı.
- 1980'lerde müşteri beğenileri, tasarım kalitesi ve hatasız mamul anlamına gelen uygunluk kalitesi ön plana geçti ve dönemin belirleyici unsuru **ürün kalitesi** haline geldi.
- 1990'larda ürün çeşitliliği ve pazara giriş hızı önem kazandı ve rekabet ölçütü **hız ve esneklik** oldu.
- 2000'lerde rekabetçi ortamda başarılı olabilmek için **benzersiz ve müşteriye-görelendirilmiş** ürünler üretmek ve bunun için **yaratıcılık** özelliği önem kazandı.

Küreselleşme-rekabet ekseninde meydana gelen gelişmeler, işletmeleri de bu bağlamda değişmek zorunda bırakmıştır. Tanık olunan yoğun rekabet, küreselleşme ve entegrasyon için itici bir güç özelliği taşımaktadır. Rekabet baskısı altındaki şirketler, ölçek ekonomilerine ulaşarak maliyetleri düşürmeye ya da ortaklıklar, işbirlikleri ve birleşmeler yoluyla stratejik dünya pazarlarına girmeye çalışmaktadırlar (Aydemir, 1998:45). Küresel rekabette, şirket birleşmelerinin, işletmeler arasındaki ileri düzeyde işbirliklerinin ve ortak girişimlerin, iç pazar - dış pazar kavramını değiştirmesinin bir sonucu olarak günümüzde işletmeler, sadece iç pazara yönelik faaliyette bulunsalar dahi, bu pazarlarda uluslar arası pazarlara yönelik faaliyet gösteren işletmelerle de rekabet etmektedirler (Tekin ve diğ., 2004:4-52).

I.2. İşletmelerde Büyüme

İşletme yazınında büyüme, işletmede sayısal ve nitelik olarak bir gelişimi ifade etmektedir. Sayısal gelişim başka bir deyişle hacimsel gelişim işletmenin özelliklerine göre kapasite kullanımında (üretim miktarı), satış gelirlerinde, ürün çeşitliliğinde, kaynak büyüklüğünde (çalışanların sayısı, sermaye büyüklüğü, vb.) ve varlık büyüklüğünde (yatırımlarda büyüklük) niceliksel artışı ifade etmektedir. Nitelik olarak büyüme ise işletme unsurlarının kalite olarak gelişimi ile ilgilidir. Bu büyümenin sayısal olarak ifade edilmesi nispeten güç olmaktadır. Ancak nitelik olarak büyüyen bir işletmenin sayısal gelişim de göstereceği varsayımı ile sayısal gelişimin bir anlamda kalite gelişiminin de bir sonucu olduğu ileri sürülebilir (Ülgen ve Mirze, 2004:188-189).

İşletmenin iktisadi faaliyet hacmi ve kapasitesi olarak tanımlanan işletme büyüklüğü, somut bir bütünlüğü belirtmesine karşın gerçekte belirlenmesi kolay bir konu

değildir. İşletmenin büyüklüğünün ölçülmesi belirli ölçütlere dayandırılmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kılıçkaplan ve Baştürk, 2007).

- İşletmenin toplam varlıklarının defter değeri,
- İşletmenin piyasadaki işletme değeri,
- İşletmenin toplam satış hacmi,
- İşletmelerin toplam çalışan sayısı,
- Örgütsel karmaşıklık derecesi,
- Yatırım ve üretim hacmi.

I.2.1. İşletmeleri Büyümeye İten Nedenler

Büyüme yaşayan her canlı varlık için doğal bir gelişmedir. İşletmeler de canlı bir organizmaya benzediğine göre, kurulması ve büyüme sürecine girmesi doğal ve işletmenin varlığı için son derece önemlidir. İşletmeler çeşitli nedenlerle büyüme zorlanır.

İşletmelerde büyümenin amacı, işletmenin rakiplerinden önce gelişebilme olanaklarına kavuşmasını sağlamanın yanında karşılaşacağı güçlükler karşısında kolay mücadeleler vermesine ve direnç göstermesine yardımcı olmaktır. Ayrıca, işletmeyi büyütme karar vermek, ona sahipleri ve yöneticileri tarafından verilen önemin bir belirtisi olmaktadır. İşletme büyümeyi amaçlamakla, çevresini daha iyi tanıma olanaklarına sahip olmakta ve böylece yöneticilere kurulu düzeni işletmekten çok o düzeni gelecekteki değişimlere ve yeniliklere uydurma zorunluluğunu yüklemektedir (Eren, 1987:88).

İşletmelerin büyüme isteklerinin arkasında yatan temel nedenlere bakıldığında, bu nedenlerin işletmelerin genel amaçlarıyla benzerlik gösterdiği görülmektedir. Bu amaçların başında kar elde etme, varlığını devam ettirme arzusu ve toplumsal sorumluluk gelmektedir. Bu amaçları tüketicilere nitelikli mal veya hizmet sunma, çalışanlara daha iyi

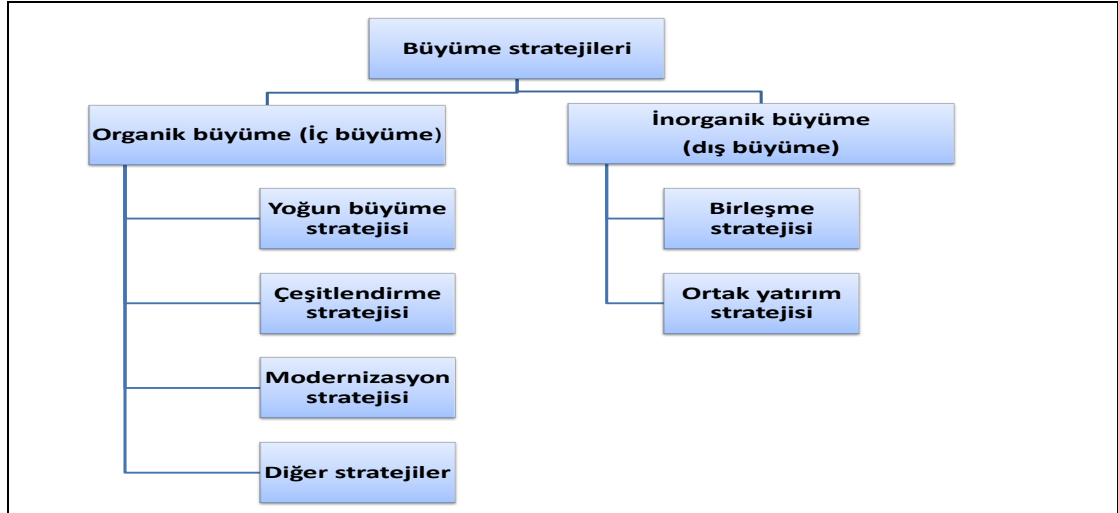
ücret ödeme, ülke refahına katma değer sağlama, toplumda prestij sağlama, ülkenin stratejik çıkarlarına hizmet etme gibi özel bir kısım amaçlar takip etmektedir. İşletmeler sadece belirtilen amaçlara ulaşmak için değil, aynı zamanda gelişen rekabet koşullarında mevcut durumlarını korumak için de büyümek zorundadırlar. Çünkü işletmelerin büyümeyi gerçekleştirememeleri zaman içerisinde küçülmelerine de yol açmaktadır (Erkoç, 2006:27).

İşletmeleri büyümeye iten çeşitli güdüler de bulunmaktadır. Bir işletmeyi büyümeye iten en temel güdü ekonomik koşullardır. İşletmeler büyüyerek maliyetlerini düşürme, üretim kalitesini arttırma, pazarlarını genişletme, büyüme ile sağlanacak olan finansal kolaylıklardan yararlanma vb. konularda avantajlar elde etmek istemektedirler. Başka bir deyişle, büyük ölçekte üretimde bulunmanın sağladığı üstünlüklerden yararlanmak istenmektedir. Büyüme güdüsü, sadece ekonomik kaynaklı olmamakta, bu güdü de psikolojik etmenler de etkili olmaktadır. Büyük rakipler karşısında ezilme korkusu, eskimiş olma kaygısı, dinamizm, başarılı olma, yaratıcılık gibi psikolojik etmenler işletmeleri büyümeye yöneltebilmektedir (Kılıçkaplan ve diğ, 2007:4).

I.2.2. İşletmelerde Büyüme Stratejileri

İşletmelerin büyümesi birçok şekilde olmaktadır. Bu nedenle büyüme stratejileri küçük, orta ve büyük işletmelerde farklılıklar göstermektedir. İşletmeler kendi iç imkanlarıyla başka işletmeleri satın alarak ya da kaynaklarını başka işletmelerle birleştirerek de büyüebilmektedir. Büyüme stratejileri, iç büyüme ve dış büyüme olarak kendi içinde organik ve inorganik büyüme şeklinde ikiye ayrılmaktadır (Demirci, 2007:35). Yoğun büyüme stratejisi, çeşitlendirme stratejisi ve modernizasyon stratejisi işletmelerin uyguladıkları organik stratejileri oluşturmaktadır. Birleşme stratejisi ve ortak

yatırım stratejisi ise işletmelerin uyguladıkları inorganik stratejileri oluşturmaktadır. Organik ve inorganik büyüme ile ilgili stratejiler Şekil 1.1’de gösterilmektedir.



Kaynak: Sonia Sabharwal , Alternative Growth Strategies for Small Business,
http://www.du.ac.in/coursematerial/ba/esb/Lesson_10.pdf, Erişim Tarihi: 07.11.2007

Şekil 1.1. İşletmelerde Büyüme Stratejileri

Şekil 1.1’den de anlaşılacağı üzere işletmelerde büyüme stratejileri, en genel ifadesi ile iç büyüme ve dış büyüme stratejileri olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Çalışmanın konusuna uygun biçimde organik büyüme stratejileri ve inorganik büyüme stratejilerinden ortak yatırım stratejisi bu bölümde açıklanacak, birleşme stratejisi ise üçüncü bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

I.2.2.1. Organik Büyüme (İç Büyüme)

Bu tür büyüme mevcut faaliyetlerin genişletilmesi yoluyla gerçekleştirilir. Genellikle işletmeler kendi kaynaklarına dayanarak iç büyüme sürecine girerler. Bu süreçte ihtiyaç duyulan finansman kaynakları arasında; oto finansman, borçlanma veya yeni sermaye bulma yöntemleri sayılabilir (Şimşek, 2008:43).

Bu büyüme, işletmenin kaynakları ve boyutunda gerçekleşen yavaş ve planlı bir gelişimi ifade etmektedir. Bir işletme, kazancını her yıl işe geri döndürerek içeriden büyüebilmektedir. Bu, üretimin ve işletmenin satış cirosunun büyümesine yol açmaktadır. İç büyüme, var olan ürünlerin satışlarında artış yapılarak ya da yeni ürünler eklenerek gerçekleştirilebilmektedir. İç büyüme yavaş olmakla beraber, var olan kuruluşun yapısında oldukça az değişiklik gerektirmektedir. Bu büyüme yavaş olduğu için kolayca planlanıp idare edilebilmektedir. İç büyümenin yönetiminde yoğun büyüme, çeşitlendirme ve modernizasyon stratejileri kullanılmaktadır (Sabharwal, 2007:141).

I.2.2.1.1. Yoğun Büyüme Stratejisi

Yoğun büyüme ya da genişleme stratejisi, pazar payını, satış gelirini ve mevcut ürün ya da hizmetlerin karını artırmayı gerektirmektedir. Bu stratejide işletme üretim miktarını artırmaya başlamaktadır. Dolayısıyla yoğun büyüme stratejisi, pazardaki payı az olan işletmeler için uygun bir stratejidir (Sabharwal, 2007:141). İşletmelerin hem işletme içi, hem de işletme dışı büyüme stratejileri, Ansoff tarafından *yoğun büyüme stratejileri* ya da *stratejik fırsat matrisi* başlığı altında dört grupta toplanmıştır (Ünüsün ve Sezgin, 2007:49-50):

- *Pazara nüfuz etme yoluyla büyüme stratejisi:* Mevcut pazara mevcut ürünlerle derinlemesine girme stratejisidir.
- *Pazar geliştirme yoluyla büyüme stratejisi:* İşletmenin mevcut ürünlerini yeni pazarlara sunarak satışlarını artırma çabasıyla gerçekleşen stratejilerdir.
- *Ürün geliştirme yoluyla büyüme stratejisi:* İşletmenin mevcut pazarları için yeni ürünler geliştirmesi stratejisidir.
- *Çeşitlendirme Stratejisi:* Yeni ürünlerle yeni pazarlara girme stratejisidir.

İşletme, stratejik fırsatların değerlendirilmesinde Boston Consulting Group tarafından geliştirilen ürün/ portföy matrisini kullanabilir. Bu portföy matrisi, göreceli pazar payı ve büyüme oranları dikkate alınarak stratejik iş birimlerine veya ürünlere ayrılacak kaynak miktarını belirlemede kullanılır.

Tablo 1.1. Büyüme/ Pazar Payı Matrisi

BCG (Boston Consulting Group) Matrisi		Pazar Payı	
		Yüksek	Düşük
Pazar Büyüme Oranı	Yüksek	YILDIZLAR <i>Genel özellikleri:</i> Pazar lideridir ve hızla büyümektedir, karları büyük ancak nakit ihtiyaçları yüksektir. <i>Stratejik seçenekleri:</i> Tutma, büyüme	SORU İŞARETİ <i>Genel özellikleri:</i> Hızlı büyüme, düşük kar marjı, düşük pazar payı görülür. Büyük yatırımlar ve ek istihdamlar gerektirirler. <i>Stratejik seçenekleri:</i> Büyüme, azaltma, ürün toplama
	Düşük	NAKİT İNEKLERİ <i>Genel özellikleri:</i> Yüksek miktarda nakit yaratırlar, büyüme oranı düşük pazarlarda pazar payları yüksektir. <i>Stratejik seçenekleri:</i> Tutma	KÖPEKLER <i>Genel özellikleri:</i> Büyüme potansiyeli ve pazar payları düşüktür. <i>Stratejik seçenekleri:</i> Azaltma

Kaynak: Serap Çabuk, Mehmet İ.Yağcı, **Pazarlamaya Çağdaş Yaklaşım**, 2. Baskı, Nobel Yayıncılık, Adana, 2007, ss.22-25' den derlenmiştir.

Tablo 1.1'de görülen dört kategori, işletmelerdeki stratejik iş birimlerini (SİB) ifade etmekte, stratejik seçenekler ise aşağıda açıklanmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2005:24):

- Büyüme; firmanın yıldız olabileceğine inandığı SİB'lere yatırım yapmasıdır.
- Tutma; SİB veya ürünü, şimdiki durumunu ve pazar payını koruyabilmesi için destekleme stratejisidir.
- Ürün Toplama; uzun dönem etkilerini düşünmeden kısa dönemde nakit girişini artırmaya çalışmaktır.

- Azaltma ise; firmanın yeterli düzeyde destekleyemediği soru işareti ve köpekler konumundaki SİB'ler için kullanılır. Burada amaç SİB'i satmak ya da tasfiye etmektir.

Pazarlamanın stratejik formülasyonunda stratejik 3C (customer-müşteri, competition-rekabet, corporation-işletme) olarak adlandırılan güçler önemli rol oynamaktadır. 3C'nin tümü işletmenin amaçlarını sürdürebilmesinde canlılık yaratan dinamiklerdir. İyi bir pazarlama stratejisi şu üç özelliği barındırmalıdır (Papatya, 2003:139):

- Pazarın açık bir şekilde tanımlanmış olması
- İşletmenin güçlü yönleri ile pazarın gereksinimleri arasında iyi bir uyumun olması
- Rekabete bağlı üstün performans

Müşterilerin talep ettiği şey ile işletmenin gereksinimleri arasında uyum yoksa, rekabet üstünlüğünün uzun dönemli sürdürülebilmesi mümkün olmayabilir (Webster, 1992:1-17). Bu üç anahtar güç açısından pazarlama stratejisi, işletmenin rakiplerinden olumlu yönde farklılaşma çabası olarak tanımlanmalıdır (Nutt, 1993:247-260). Bu bağlamda özet olarak pazarlama stratejisinin belirlenmesinde ilk adımın hedef pazar seçimi ya da segmentasyon (pazar bölümlenme), ikinci adımın ise pazarlama karması unsurlarının özgün stratejilerinin belirlenmesi olduğu söylenebilir.

Yoğun büyüme stratejisinin avantajlarını aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Sabharwal, 2007):

- Büyüme yavaş ve doğaldır. Bu yüzden de büyümeyle kolaylıkla başa çıkılabilmektedir.
- Büyüme için gereken sermaye, işletmenin kendi kaynaklarından sağlanabilmektedir.
- Mevcut kaynaklardan daha iyi bir şekilde faydalanılabilmektedir.

- Büyümekte olan bir işletme pazardaki rekabetle başa çıkma konusunda daha iyi bir konumda bulunmaktadır.
- İşin organizasyon ve yönetim sistemleri için sadece birkaç değişikliğe gereksinim duyulmaktadır.
- Büyüme, büyük ölçekli ekonomik faaliyetler yapılmasını sağlamaktadır.

Sayılan tüm bu avantajların yanı sıra yoğun büyüme stratejisinin bir takım kısıtları da bulunmaktadır. Bunlar ise aşağıdaki gibi sıralanabilir (Sabharwal, 2007):

- Gelişim yavaştır; bu yüzden gelişimin tam olarak gerçekleşmesi uzun bir zaman almaktadır.
- Bir işletme, faaliyetlerini mevcut ürün ve pazarlara indirgeyerek birçok iş fırsatından yararlanma olanağını kaybedebilmektedir.
- Büyüme, mevcut ürün piyasasında gerçekleştirmek her zaman mümkün olmamaktadır.

I.2.2.1.2. Çeşitlendirme Stratejisi

Çeşitlendirme stratejisi, yeni iş alanlarına girmek ve oradaki fırsatlardan yararlanarak ortalamanın üzerinde getiri elde etmek isteyen işletmelerde uygulanan bir büyüme stratejisidir (Ülgen ve diğ., 2004:224). Çeşitlendirme iki şekilde yapılmaktadır. Birincisi, ilgili pazarlarda ürün çeşitlendirmesine gitmektir. Bağlı yeni pazarlara girmek ve yeni ürünleri pazara sunmak işletmeler açısından risk taşımaktadır. Ancak zamanla ilgili pazar ve ürünlerdeki riskin düşeceği varsayılmaktadır. İlgili pazarlarda üç çeşit çeşitlendirme bulunmaktadır (Analoui ve Karami, 2003:137):

- **İleriye Doğru Entegrasyon:** İşletmenin faaliyetlerini örgüt çıktı faaliyetlerine doğru genişletmesi durumudur (dağıtım gibi).

- **Geriye Doğru Entegrasyon:** İşletmenin faaliyetlerini işletme girdilerine doğru genişletmesi durumudur (tedarikçilerin hammaddeleri gibi).
- **Yatay Entegrasyon:** İşletme, ilişkili olduğu mevcut faaliyetlerine doğru hareket etmektedir.

İkincisi, ilişkisiz pazarlarda ürün çeşitlendirmesine gitmektir. Buna göre, bir işletme ilişkisiz pazarlara hareket ettiğinde, pazarla ilgili yeterli bilgiye sahip olmadığından riski artmaktadır. Çeşitlendirme genelde riskli bir alternatif olarak görülmektedir. Çünkü örgüt göreceli olarak yabancı bir pazara girmekte ve mevcut ürün ve hizmetlerden farklı ürün/hizmet önermektedir. Örgütler, çeşitlendirmenin riskini, tamamlayıcı bir başka ürün ve pazar seçerlerse azaltabilmektedirler. Bundan dolayı taahhütte bulunan yöneticiler çeşitlendirmede birleşmiş bölümler arasında birliktelik aramaktadır (Swayne, Duncan ve Ginter, 2005:234).

I.2.2.1.3. Modernizasyon Stratejisi

Üretimi artırmak, kaliteyi yükseltmek, üretim maliyetlerini ve fireyi azaltmak için teknolojinin geliştirilmesini hedefleyen bu strateji eski teknoloji ürünü olup demode olmuş, ya da eskimiş makine ve teçhizatın çağa ayak uyduran yeni teknolojilerle değiştirilmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir. Artan rekabet ortamında yeni ürünlerin üretim planlamasında yatırım stratejileri belirlenirken genelde iki yatırım yöntemi kullanılmaktadır. İşletme bu durumda ya yeni bir yatırıma gitmektedir ya da mevcut tesis üzerinde yeni ürünlerin piyasaya sunulmasında modernizasyon stratejisi uygulayarak yatırım yapmaktadır (Çalınar, 2006:20).

Teknolojik değişim uzun vadede ticari başarı veya başarısızlığın temel faktörüdür. Yeni teknolojiler yeni piyasalar meydana getirir veya mevcut pazarlardaki teknolojileri ve

bu teknolojiler kapsamındaki ürün, hizmet ve üretim süreçlerini ikame ederler. İşletmelerde stratejik teknoloji yönetiminin iki temel ekonomik hedefi; yeni pazarlar oluşturmak veya mevcut pazarlarda hâkim konuma gelerek bu durumu sürdürmektir (Şimşek ve Akın, 2003:98). Özellikle iş dünyasındaki teknolojik gelişmeler, işletmeler arasında bir rekabet unsuru haline gelmiştir. Dolayısıyla işletmeler, değişen ve gelişen teknolojiye uygun modern makinelerle işletmelerini yenilemek durumunda kalmaktadır. Bu durum işletmelerin diğer işletmelerle olan rekabetini hem güçlendirmekte hem de yeni ve modern makineler ile üretim maliyetlerinin düşmesini sağlayarak piyasadaki talebe daha iyi cevap verebilecek nitelikte daha modern ve kaliteli ürün üretmelerini sağlamaktadır (Özdemir, 2006:32-33).

I.2.2.2. İnorganik Büyüme (Dış Büyüme)

İşletmeler, büyüme ve gelişmelerini sadece kendi çaba ve kaynaklarıyla gerçekleştirebilecekleri gibi, bunu ülke içinde veya dışında faaliyet gösteren başka işletmelerin kaynaklarını kullanarak da sağlayabilirler. Dış büyüme kavramı ile bir işletmenin kendi ülkesinden veya ülkesi dışında faaliyet gösteren işletmelerin kaynak ve kabiliyetlerinden yararlanmak sureti ile hem kendi ülkesinde hem de kendi ülkesinin dışındaki ülke pazarlarında büyüüp gelişmesi ifade edilmektedir (Şimşek ve Çelik, 2008:45).

Günümüzde gittikçe yaygınlaşan bir stratejik alternatif konumundaki dış büyüme, iki ya da daha fazla şirketin birleşmesi temeline dayandığından, ya birinin diğerlerini kontrolü altına alması ve kontrol altına alınan işletmelerin yasal varlığını yitirmesi, ya da birleşen tüm işletmelerin eski kimliğini kaybederek yepyeni bir işletmenin ortaya çıkması şeklinde gerçekleşmektedir (Eren, 2006:150). Başka işletmelerle gerçekleştirilen birleşme

ve satın almaya dayalı büyüme, çalışmanın esas konusu olması nedeni ile üçüncü bölümde detaylı olarak incelenmiş, bu bölümde ise inorganik büyüme çeşitlerinden sadece stratejik ittifaklara yer verilmiştir.

I.2.2.2.1. Stratejik İttifaklar

İşletmeler arası stratejik ittifak, iki veya daha fazla işletmenin fiziksel ve insani kaynaklarını ortak amaçlar için bir araya getirmesi olarak tanımlanabilir (Fırat ve Mortaş, 2005). Diğer bir tanımlamaya göre stratejik ittifak, “iki veya daha fazla işletmenin yeni bir ad ve kimlik altında bir işletme kurmadan, sadece belirli varlık ve yeteneklerini beraberce kullanarak, önem verdikleri belirli amaçları gerçekleştirmek için anlaşmaya dayalı işbirliği yapmaları” şeklinde tanımlanmaktadır (Cusumano ve Selby 1995:145).

Stratejik ittifaklar ile işletmeler özellikle küresel arenada birbirlerini tamamlayan yönleriyle daha verimli hale gelmekte, potansiyel rakiplerinin kendilerine karşı bir tehdit oluşturmalarını engellemekte, müşterek uzmanlaşmalarını, yetenek ve bilgi kaynaklarını birleştirerek sinerji oluşturmaktadırlar (Doz ve Hamel, 1999). İsviçre’li saat üreticisi Swatch ile Almanya menşeli otomobil üreticisi Daimler-Benz’in 1994 yılında mini araba kategorisinde giriştikleri işbirliği stratejik ittifaka örnek olarak gösterilebilir (Aktan, 2008).

Stratejik ittifaklar birçok şekilde ortaya çıkabilir, ortak girişim ve konsorsiyumlar, dış kaynak kullanımı ve imtiyaz sözleşmeleri bunlardan en çok bilinenlerdir. Ortak girişim (Joint Venture) (Menter, 2007:129); “iki veya daha çok ortağın kendi faaliyetini sürdürürken belli bir işi görmek üzere sürekli veya geçici olarak bir şirket kurup bu şirkete kendi işletmelerinden teknik, mali ve ticari destek sağlamak üzere anlaşmaları” şeklinde tanımlanmaktadır. Konsorsiyum ise “... iki veya daha çok gerçek ya da tüzel kişiden her birinin, belli bir işi yapmak amacı ile ortaklaşa taahhüt etmiş oldukları işin bir bölümünün

yerine getirilmesinin sorumluluğunu diğerlerinden bağımsız olarak yüklenmek suretiyle katkılarını birleştirmeleridir”. Tüm benzerliklerine karşın joint venture ve konsorsiyum farklı kurumlardır. Joint venture’da şirketin borçlarından dolayı ortaklar üçüncü kişilere karşı müştereken ve müteselsilen sorumlu iken, konsorsiyumda her ortak işin kendi taahhüt etmiş olduğu kısmından sorumlu olur. Joint venture’da kâr gayesi mutlak iken, konsorsiyumda iktisadi amaç yeterlidir. Konsorsiyum genellikle bir organizasyona ihtiyaç duyulmaması nedeniyle sermayeye dayalı joint venture’dan ayrılırken, salt sözleşmeye dayalı joint venture’a yaklaşmaktadır (Akın, 2010:57).

Stratejik ittifak türlerinden bir diğeri dış kaynak kullanımı (outsourcing)dır. Dış kaynak kullanımının temel dinamiği işletmelerin kendilerine rekabet üstünlüğü sağlayan, en iyi yaptıkları iş veya uzmanlık alanlarına, yani “temel yetenek” olarak adlandırılan faaliyetlerine odaklanarak, önem derecesi daha düşük olan diğer faaliyetlerini bu alanda uzman olan başka işletmelerden temin etmeleridir. Örneğin, otomobil sektöründe faaliyet gösteren Oyak-Renault, ürettiği otomobillerde yer alan iki bin adet parçayı 140 farklı firmadan outsource etmekte, beyaz eşya sektörünün lider firması Arçelik ise kendi üretmediği parça ve bölümler için 350 farklı şirketle çalışmaktadır (www.kobifinans.com.tr).

Stratejik ittifakların en önemlilerinden olan imtiyaz verme ya da bilinen adıyla franchising (Cebeci, 2005) ise kısaca ‘hak sahibine verilen para karşılığında belirli sınıai hakları ticari alanda kullanma izni’ olarak tanımlanabilir. Franchising sözleşmeleri, bir ürün, bir marka ya da bir hizmeti kapsıyor olabilir. İmtiyaz sahibi tarafın, belirli bir süre şartı ve bazı sınırlamalarla ticari işlerini yürütmek üzere bu hakkı ikinci bir tarafa devretmesi söz konusudur. Tanınmış birçok firma markası ve üretim bilgisini kullanılmak suretiyle büyüme imkânı yakalamakta, faaliyet alanını ülke ve dünya çapında

geliştirebilmektedir. Tanınmış fast food zinciri markalarından McDonald's, Pizza-Hut, Wendy's ve Kentucky Fried Chicken franchising için verilebilecek popüler örneklerdir (Akın, 2010:57-58).

I.2.2.2.2. Başka İşletmelerle Birleşme ya da Satın Alma Yoluyla Büyüme

Şirket Birleşmesi, birden fazla işletmenin hukuki niteliğini kaybederek yeni bir hukuki yapı şeklinde ortaya çıkmasıyla ifade edilen yapıdır. Satınalmalarda ise bir işletme bir başka işletmenin varlıklarını kendi bünyesine katmaktadır. Bu durumda satın alan ve alınan işletmenin hukuki niteliği ortadan kalkmamaktadır. Şirket birleşmeleri ve satınalmalarda da, aynı faaliyet alanında çalışan işletmelerin birleşmesi yatay birleşme iken, üretim ve satış aralığındaki işletmelerin birleşmesi dikey birleşme olmaktadır. Bunun dışında farklı faaliyet alanlarındaki işletmelerin de birbirlerinin zayıf alanlarını güçlendirme amacıyla birleşmesi söz konusu olabilmektedir (Akın, 2010:56).

Çalışmanın esas konusunu teşkil etmesi nedeni ile başka işletmelerle birleşme ve satın alma yoluyla büyüme ileriki bölümlerde detaylı olarak incelenmiştir.

II. BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

Küreselleşmenin, şirketleri değişen pazar ve rekabet koşullarına ayak uydurmak için yeni çözümler üretmek zorunda bıraktığı günümüzde, şirket birleşme ve satın almaları stratejik ortaklık bağlamında en göze çarpan çözüm yollarındandır.

Bu bölümde şirket birleşme ve satın almalarının kavramsal çerçevesi, temel özellikleri, amaçları ve türleri ile birlikte açıklanmıştır.

II.1. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları Kavramsal Çerçeve

Konjonktürel gelişmeler, dünya ekonomisinde firmalar arasında stratejik ittifakların oluşumunu zorlamaktadır. Bilgi ve iletişim çağı şekillenirken, dramatik bir şekilde mevcut piyasaları değiştirmekte ve yerleşik sanayi dallarına yeni bir düzen vermektedir; bu da dünyanın hareket kabiliyeti en yüksek yarışmacıları arasında geleceğe yönelik bir yarıştı başlatmaktadır (Doz ve diğ, 1999:15-16). Teknolojinin getirdiği yenilikler, her ne kadar rekabet ortamının yaratılmasında ve büyüme sürecinde önemli bir etken olsa da, doymuş pazarlarda ürünlerin kalite ve fiyat olarak birbirlerine benzemeye başlaması nedeniyle, şirketler uluslararası pazarlara ulaşmak veya pazardaki rakiplerine karşı güçlenmek için şirket evliliklerine yönelmişlerdir (Büke, 2005).

Birleşme ve devralmaların (mergers and acquisitions - M&A), geçtiğimiz on yılda küresel iş yapma biçimleri arasında oldukça baskın hale geldiği görülmektedir. Özellikle 1998'den, Exxon ve Mobil gibi büyük birleşmelerden sonra, birleşme ve devralmaların değeri dünya çapında artmaya başlamıştır (Bilgin ve Erdoğan, 2004:432).

Türk Ticaret Kanunu'nda birleşme; "İki veya daha fazla ticaret şirketinin birbirleriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla

ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir”(Türk Ticaret Kanunu, Kanun No: 6762, Kabul Tarihi: 29 Haziran 1956,) şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanım, birleşmenin unsurlarını içermeksizin, yalnızca türlerini belirtmekte olduğundan, öğretide, daha ayrıntılı tanımlar yapıldığı görülmektedir. Tekinalp tarafından yapılan tanıma göre birleşme (Bahtiyar, 2004:5); “bir veya birden çok ticaret ortaklığının mal varlığının, tasfiye olunmaksızın içlerinden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa, kendiliğinden ve külli halefiyet yoluyla geçmesi; bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değiş tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanmasıdır.”

Birleşme, daha önce ayrı olan iki şirketin mal varlıklarını birleştirip, yeni bir tüzel kişilik oluşturması yoluyla gerçekleşir. Burada finansal kaynakların ve sorumlulukların da birleştirilmesi söz konusudur. Devralma ya da diğer bir deyişle satınalma ise; bir şirketin mal varlıklarının başka bir şirkete transfer edilmesiyle gerçekleşir. Genellikle satın alanlar endüstri standartlarına göre daha büyüktürler ve kendilerinden daha küçük şirketi satın alırlar. Bunun ötesinde birleşme ve devralmalarda özellikle kontrol ve yönetime ilişkin otorite ve beceriler de bu yeni yapılanmaya geçerek yeniden şekillenir (Bilgin ve diğ., 2004:432-433).

II.1.1. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Temel Özellikleri

İşletme birleşmelerinde belli başlı önemli olgular şunlardır (Ülgen ve Diğ., 2004:312):

- Birleşen işletmeler tüzel kişiliklerini ve eski işletme kimliklerini sona erdirirler. Birleşen işletmeler piyasaya yeni ve bağımsız bir işletme olarak çıkar.

- Birleşme, genellikle karşılıklı istek ve mutabakat dâhilinde yapılır.
- Birleşme, göreceli olarak eşit koşullarda gerçekleşir. Buradaki eşit koşullar, hisselerinin veya ortaklığın %50-%50 eşit paylarda olması anlamında değildir. Çok büyük ve zengin bir işletme ile yüksek yeteneklere sahip ama küçük bir işletme, %90-%10 ortaklık payları ile göreceli olarak eşit koşullarda yeni ve bağımsız bir işletme oluşturabilirler.

İşletme satın almalarındaki önemli olgular ise şu şekilde sıralanabilir (Ülgen ve Diğ., 2004:31-315):

- Satın alınan işletmenin tamamı veya çoğunluk hisselerinin satın alınması gereklidir.
- Satın alan ve satın alınan işletmelerin tüzel kişilikleri ve eski kimlikleri devam eder. Satın alınan işletme, satın alan işletmenin portföyündeki bağlı işletmelerden biri olarak ana işletmenin yönetim kontrolünde faaliyetlerine devam eder.
- Satın alma genellikle, satın alan işletmenin istek ve niyetleri ile tek taraflı olarak gerçekleşir.

Şirket birleşme ve satın almalarında günümüzde bir patlama (boom) yaşansa da kapitalizmin gelişimine tarihsel bir perspektifte baktığımızda, bu olgunun hiç de yeni olmadığı görülmektedir. Sanayileşmenin başlangıç dönemlerinden itibaren 100 seneden fazla bir süredir güncelliğini koruyan B&S' ler aynı kapitalist ekonomilerin çevrimsel gelişimine paralel olarak birbirini izleyen çevrimsel/dalgalı bir seyir izlemektedirler. Günümüzde böylesi B&S dalgalarından beşincisini yaşadığımız ileri sürülmektedir. Tarihsel gelişim çerçevesinde gerçekleştirilen birleşme, satın alma dalgaları ve stratejik amaçları aşağıdaki tabloda görülmektedir (Tanyılmaz, 2004:689):

Tablo 2.1. Birleşme ve Satın Alma Dalgaları

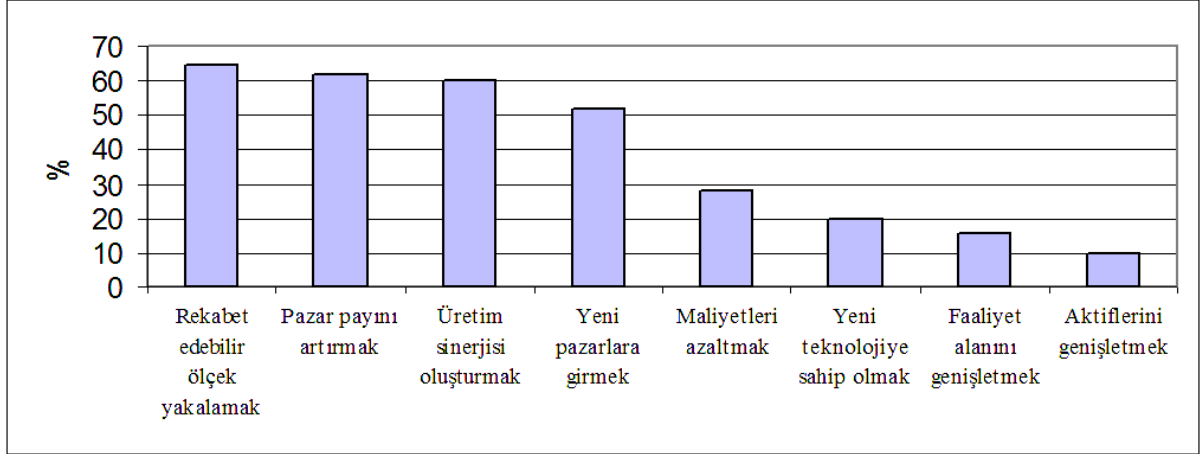
	<i>Stratejik Amaç</i>
1897-1904: 1.Dalga	<u>Tekeller için birleşme dönemi</u> : Aşırı kapasite ve fiyat düşmelerinin yatay birleşmelerle önlenmesi, çok büyük işletmelerin (tröstler) ortaya çıkışı (metal, metal ürünleri, taşımacılık ekipmanı, ağır sanayi)
1916-1929: 2.Dalga	<u>Oligopoller için birleşme dönemi</u> : Dikey bütünleşmeler, piyasada hakim olmaya ve tüm ürün çevrimini denetlemeye dönük çalışmalar (ağır sanayi, bankacılık, kimya, madencilik, gıda sanayi)
1965-1969: 3.Dalga	Özellikle ABD’de olmak üzere faaliyet alanı dışında, farklı sektörlerde hedeflenen şirketlerin portföye alınmasına (diversification) dayalı birleşmelerin (conglomerates) ortaya çıkması
1984-1990: 4.Dalga	Stratejik B&S işlemleri, güçlü olunan alanlardaki faaliyetlere odaklanma (core business), yeni sinerjilerin yaratılması amacı (petrol, tıbbi cihazlar, hava taşımacılığı)
1993-?: 5. Dalga	Uluslar arası, özellikle Avrupa Ortak Pazarına dönük büyük çaplı alımlar (mega birleşmeler), artan değer yönetimli firma stratejileri (bankacılık ve finans, telekomünikasyon, enerji, sağlık, ilaç, biyoteknoloji)

Kaynak: Kurtar Tanyılmaz, “Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar”, **Şirket Birleşmeleri**, Editörler: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul, 2004, s.689

II.1.2. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Amaçları

Şirketlerin, işletme büyüklüğü veya üretim ölçeğindeki artış nedenleriyle kendi içinde sağladığı olumlu etkilere ölçek ekonomisi (economies of scale) denir. Diğer bir deyişle, firmaların büyüklüğünden kaynaklanan unsurlar, maliyetlerin düşürülmesi, verimlilik ve üretimin artması ve bunun sağladığı tasarrufların yarattığı olumlu sonuçlara “ölçek ekonomileri” etkileri denmektedir (tr.wikipedia.org, 2009). Şirketleri birleşmeye sevk eden nedenlerin başında büyüme güdüsü yatmaktadır. Birleşen iki şirket, ölçek ekonomilerinden yararlanarak maliyetlerinde kısıntıya gitmek ve dolayısıyla karlarını artırmak istemektedirler. Bunun yanında şirketleri birleşmeye yönelten nedenler, yeni pazarlara girme, yönetimin iyileştirilmesi, mal ve hizmet üretiminde çeşitlendirme, yeni teknolojilere sahip olma olarak sayılabilir. Aşağıdaki tablo 2000 yılında Watson Wyatt

Worldwide tarafından yapılan “Birleşme ve Satın Almalar Araştırması 2000” kapsamında Avrupa’ daki şirketler üzerinde yapılan araştırmanın sonuçlarını göstermektedir.

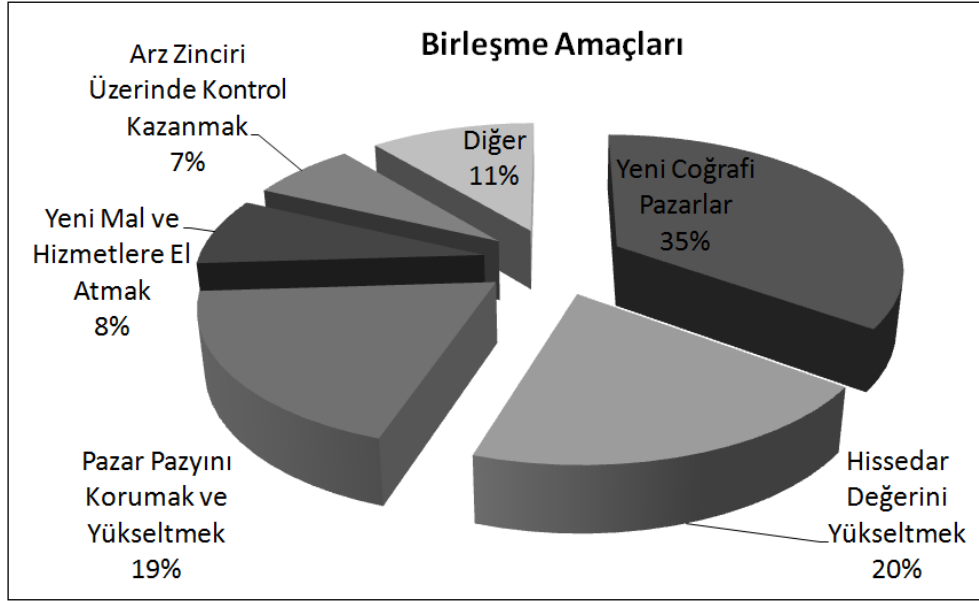


Kaynak: “Birleşme ve Satın Alma Nedenleri”,

http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr_neden.htm, Erişim Tarihi: 23.05.05

Şekil 2.1. Watson Wyatt Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Almaların Nedenleri

Bu konuda yapılan başka bir araştırma da aşağıdaki grafikte gösterilen KPMG Danışmanlık Şirketi’ne aittir. Bu araştırmanın sonuçlarına göre ise yeni coğrafi pazarlara girmek %35 ile birleşmelerin nedenleri arasında ilk sırada gelmektedir. Bunu %20 ile şirketin hisse değerini ve böylece hissedarların servetini arttırmak gelmektedir. Pazar payını yükseltmek (%19), yeni mal ve hizmet üretimine girişmek (%8) ve arz zinciri üzerinde kontrol sağlamak (%7) ile bunu takip eden nedenlerdir (www.businessstomorrow.net, 2005).



Kaynak: “Birleşme ve Satın Alma Nedenleri”

http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr_neden.htm, Erişim Tarihi: 23.05.05

Şekil 2.2. Birleşme Amaçları

Yukarıdaki noktalardan farklı olarak günümüz birleşme ve satın almalarına yön veren bir eğilimin de entellektüel sermaye olgusu olduğu kabul edilmektedir. Günümüzde bir şirketi başka bir şirket için cazip yapan faktörler o şirketin maddi varlıklarından (hard assets), entellektüel sermayesine (soft assets) kaymaktadır. Artık şirketler sadece veya büyük oranda bir değerinin yüksek teknoloji ile çalışan makinaları ve tesisleri için değil; elde tuttuğu patentler, müşterilerinin değeri, uzmanlık alanları, bilgi sermayesi ve çalışanlarının nitelikleri nedeniyle birleşme yada satın alma yoluna gitmektedir (www.businessstomorrow.net, 2005). Aşağıdaki tabloda ise, birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal amaçları görülmektedir (Yılgör, 2004:388):

Tablo 2.2. Birleşmelerin Finansal Amaçları

Birleşme Nedeni	Birleşmenin Etkileri
<i>Büyüme</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Büyüme hedefleri daha risksiz gerçekleştirilebilir • Birleşilen, satın alınan işletmenin kaynaklarından, örgütlenmesinden, piyasa bilgilerinden ve yasal kısıtlamalardaki kolaylaştırıcı katkısından faydalanılabilir.
<i>Sinerji</i> <i>Faaliyet sinerjisi</i> <i>Finansal sinerji</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Ölçek ekonomilerinin birim başına maliyetleri azaltıcı etkisi • Alan ekonomilerinin yeni ürün ve hizmet üretimi sağlaması • Nakit akımlarının dengelenmesine bağlı olarak iflas ve finansal zorluk riskinin azaltılması • Borçların ortak sigortasının daha düşük risk algısı yaratması • Düşük maliyetle yabancı kaynak sağlayabilme • Vergi tasarrufunda artış • Finansal ölçek ekonomileri • Fazla fonlarla yatırım fırsatlarının uyumlaştırılması
<i>Çeşitlendirme</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Büyüme potansiyeline sahip, daha karlı endüstrilerde faaliyet gösterebilme
<i>Düşük değerlenmiş varlıklar</i>	<ul style="list-style-type: none"> • İkame değeri, piyasa değerinden fazla olan bir işletme ile birleşme, yeni üretim birimleri oluşturmaya göre daha az maliyetle gerçekleşir.
<i>Temsil maliyeti</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Yöneticileri, hisse senedi fiyatlarını yükseltmeye yönelik faaliyetler konusunda teşvik ederek, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çelişkilerin azalmasına yardımcı olabilir.

Kaynak: Ayşe Gül Yılgör, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, **Şirket Birleşmeleri**, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul, 2004, s.388

Her ne kadar B&S’ler, rasyonel (yeni pazarlara giriş vs.) veya irrasyonel (sürü güdüsü ve yöneticilerin güç elde etme hırsları) motiflerle açıklanmaya çalışılsa da bütün bu nedenlerin arkasında yatan sistemik ve yapısal dinamikler bulunmaktadır (Tanyılmaz, 2004:690). Yukarıda genel hatlarıyla açıklanan bu nedenler şu başlıklarla özetlenebilir (Ülgen ve diğ., 2004:313-315):

- Ürün veya girdi pazarında güçlenmek,
- En kısa zamanda ürün veya girdi pazarına girebilmek,

- Yeni pazara giriş zorluklarını ve engellerini aşmak,
- Nakit olanakları yaratmak,
- Yeni ve başarılı yönetim kadroları sağlamak,
- Yeni teknolojiler, fikirler ve yetenekler kazanmak,
- Yeni ürün geliştirme maliyetlerinin yüksekliği,
- Daha az risk alarak yeni ürün alanına girmek,
- Yönetim deneyimini yeni işletmelere taşımak,
- Aşırı rekabeti önlemek,
- Satın alan, satın alınan veya birleşen işletmelerin sermaye piyasalarındaki değerlerinin yükselmesi,
- Ekonomik teşvikler,
- Ekonomik zorlukları paylaşmak,
- Yeniden yapılanma ile yüksek getiri sağlamak,
- Kaynakları ve yetenekleri beraberce kullanarak sinerji sağlamak,
- Patent gibi değerli sınai haklara sahip olma,
- Pazarda prestij elde etme,
- İşletme başarısızlıkları

II.1.3. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Türleri

Birleşen ya da satın alan ve alınan şirketlerin faaliyet alanına göre temelde üç birleşme türünden söz edilebilir.

II.1.3.1. Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers)

Aynı iş kolunda faaliyette bulunan ve birbirleriyle rekabet eden şirketlerin birleşmesiyle oluşturulur. Yatay birleşmeler rekabet üzerindeki olumsuz etkilerinden dolayı hükümetler tarafından sıkı kontrol edilmektedirler (Aydemir, 1998:48-54). Pazar payını yüksek oranda arttırmaya yönelik ve bunun bir sonucu olarak ta pazarda rekabeti engelleyebilecek çaptaki birleşme ve satın almalar resmi makamların iznine bağlıdır. Çünkü birleşme veya satın alma yoluyla pazarda monopol veya hakim güç haline gelebilecek rakip işletmeler, pazarda rekabeti engelleyebilmekte ve etkin hakim durumları ile pazar yapısını ve fiyat mekanizmasını bozabilmektedirler. Serbest pazar ekonomisini zedeleyebilen bu tür yapılanmaya, çağdaş pazar ekonomilerinde genellikle izin verilmemektedir (Ülgen ve diğ., 2004:316).

İşletmeleri bu tür bir işleme yönelten etmenler şunlardır:

- Pazar payını artırmak,
- Piyasada tekel yaratmak ya da bütünleşme derecesini yükseltmek,
- Ölçek ekonomilerinden yararlanmak.

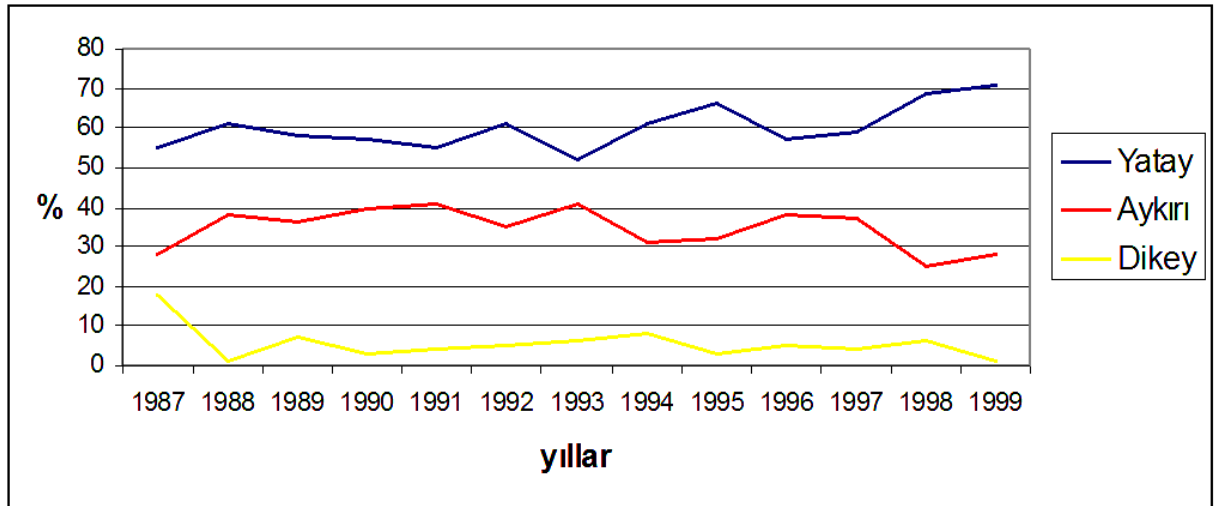
Yatay birleşmelerin tekelci etkisi, kamu otoritelerinin bu alanda sınırlayıcı tedbirler almasına yol açmıştır. Nitekim tekelci faaliyetler rakip şirketler ile rekabetin korunması ve tüketicilerin korunması yönünde sorunlara sebep olabilmektedir. Birçok ülke bu alandaki girişimleri düzenleyici özerk otoriteler kurmuştur. Türkiye’de Rekabet Kurumu, Avrupa Birliği Rekabet Politikası çerçevesi altında kurulmuş olup, birleşme ve satın almaları düzenlemek ile sorumludur (www.businessstomorrow.net, 2005). Daimler Chrysler, VW-Rolls Royce ve BMW-Rover birleşmeleri otomotiv endüstrisinde gerçekleştirilen yatay birleşmelerdir.

II.1.3.2. Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers)

Üretim faaliyetinin farklı aşamalarındaki şirketler arasında gerçekleştirilir (Aydemir, 1998:48-54). Aynı sektörde, pazarda veya tedarik zinciri içinde bulunan işletmeler arasındaki birleşmeler veya satın almalar, dikey birleşme ve satın almalar olarak adlandırılır. Tedarik zincirinde, işletmenin ürünlerinin tüketici pazarına yönelik dağıtımını yapan diğer işletmelerle yapılan birleşme veya satın alma, “*ileriye yönelik dikey birleşme veya satın alma*” olarak adlandırılırken, İşletmenin girdilerini sağlayan tedarik pazarına yönelik tedarik faaliyetinde bulunan işletmelerle yapılan birleşme veya satın almalar ise “*geriye dönük dikey birleşme veya satın alma*” olarak tanımlanır. Dikey birleşme ve satın almalar sektör içinde faaliyet gösteren ve rekabeti etkileyen beş güç arasında yer alan müşteri ve tedarikçi gücü ile yakından ilişkilidir (Ülgen ve diğ., 2004:315).

II.1.3.3. Yığın/İlişkisiz/Aykırı/Karma Birleşmeler (Conglomerate Mergers)

Farklı iş kollarındaki şirketler arasında gerçekleştirilmektedir. İşletmeler bilgi ve deneyimlerinin bulunmadığı, kendileri için yeni olan pazarlara ortalamanın üzerinde getiri sağlamak veya diğer nedenlerden dolayı girmeyi isteyebilirler (Ülgen ve diğ., 2004:316). Grafik’te görüldüğü gibi dünyada birleşme ve satın almaların yaklaşık %35’i aykırı birleşme kapsamına girmektedir (www.businessstomorrow.net, 2005).



Kaynak: http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr_turler.htm, Erişim Tarihi: 25.08.09

Şekil 2.3. Dünyada Şirket Birleşme ve Satın almalarının Türleri

Bazı kaynaklara göre dördüncü bir birleşme şekli ise **Türdeş Birleşme-Satınalma (Congenreic Merger)**' dir. Birbirleri ile alıcı-satıcı ilişkisi bulunmayan fakat benzer, birbiri ile ilişkili mal ve hizmet üretiminde bulunan şirketlerin birleşmesi türdeş birleşme kapsamına girer. Bu birleşme türü ile birleşen şirketler pazar paylarını genişletme ve karlılıklarını artırma imkanından yararlanabilirler. Örneğin otomotiv endüstrisi için cam üretimi yapan bir işletme, lastik üretimi yapan bir işletmeyle birleşerek hem mevcut müşterilerine yeni bir ürün sunarak satışlarını artıma imkanı yaratabilir, hem de; birleştiği işletmenin kendi pazarına ürün sunarak hedef pazarını genişletme fırsatını yakalayabilir. Türdeş birleşmeler bazılarında göre aykırı birleşme türüne girmekte; birleşmeler yatay, dikey ve aykırı birleşmeler olarak sınıflandırılmaktadır (www.businessstomorrow.net, 2005).

II.2. Şirket Birleşmelerinde Başarı ve Başarısızlık

Şirket birleşmeleri ve devralmaları, dünyadaki kullanımıyla “mergers and acquisitions” ya da M&A’ler, 1980 ve 1990’lı yıllarda bütün dünyada önem kazanmış ve 2000 yılında 3,5 Trilyon Dolarlık işlem hacmine ulaşılmıştır. Globalleşme, durgunluk,

ölçek ekonomisinden yararlanma ihtiyacı, önemli teknolojik yatırımların gerekliliği firmaları rekabette var olmak için büyümeye zorlamakta ve firmaları birleşme ve satın alma stratejilerine yöneltmektedir. Yapılan ayrıntılı analiz ve reklamlara rağmen birleşme işlemlerinin %70'i halen başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Birleşme işlemlerinden beklenen değer artışı sağlanamamaktadır. 2000'li yılların birleşme işlemleri, geçmişte yapılan hatalardan ders alınmaması nedeniyle 90'lı yılların birleşme işlemleri kadar başarısız olmaktadır (Gökbel, 2004:214).

Şirket birleşmelerinde başlıca başarısızlık nedenleri şöyle sıralanabilir (www.angelfire.com):

- Başlangıçta, birleşmenin yararlı olup olmadığı ve uygulama olanağının yeterince veya gerçekçi bir şekilde etüd edilmemesi
- Devralınan firmanın üstün ve sakıncalı yönlerinin iyi değerlendirilmemesi, özellikle alınan firmanın çeşitli eksikliklerinin (yönetim, finans, yetenekli, personel gibi) iyi saptanamaması
- Birleşen firmaların büyüklüklerinin çok farklı olması nedeniyle firma yöneticileri arasında diyalogun kurulamaması ve küçük firmanın yöneticilerine hakim olan tereddütlere karşı büyük firma yöneticilerinin küçük firmanın sorunları hakkında yeterince bilgi sahibi olmamasının, politikaların birleştirilmesinde ve her iki firmayı da kapsayacak bir planın geliştirilmesinde yarattığı güçlükler.
- Devir alınan firmanın başarısız yöneticilerinin değiştirilmemesi veya mevcut yönetimin daha verimli çalışması için özendirici tedbirlerin alınmaması.
- Birleşen firmaların yönetici kadrolarının, yeni kuruluşun yönetici gereksinmesini karşılayamaması, yönetim fonksiyonlarının başarılı şekilde yürütülmesine yeterli olmaması

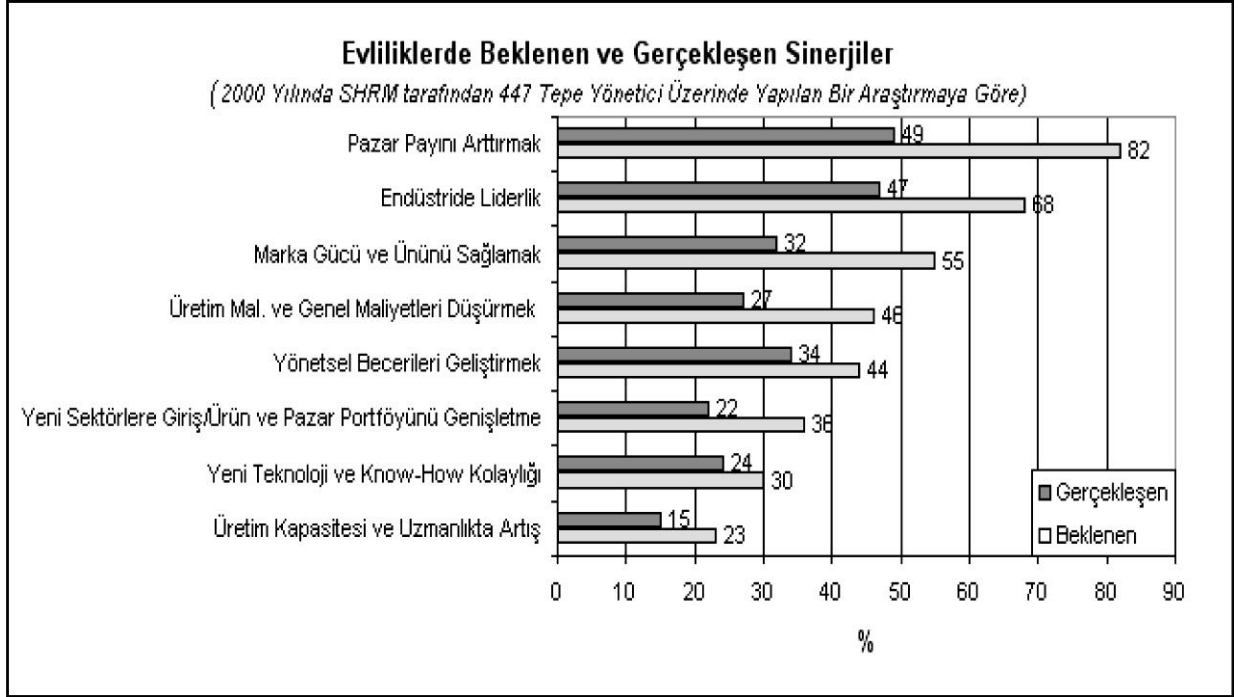
- Devir alan firma ile devir alınan firma arasında iyi bir raporlama sisteminin kurulamaması, bilgi akışının sağlanamaması, devralınan firmanın etkili bir şekilde kontrol edilememesi,
- Devir alan firmanın bilinçli bir birleşme programı, stratejisi olmaması, sırf cazip gördüğü şartlardan yararlanmak amacıyla gelişigüzel firma satın alma girişimlerinde bulunması
- Devir alan firmanın, izlediği strateji ile tutarlı olarak firma satın alınmasıyla ilgili kriterleri saptamamış olması veya bu kriterleri titizlikle uygulamaması
- Satın alınan firmanın ek fon gereksinmesinin, olduğundan daha az tahmin edilmesi ve birleşmeden sonra ana firmadan bağlı kuruluşa önemli ölçüde kaynak aktarılması zaruretinin duyulması, ayrıca satın alınan firmanın sorunlarının çözümlenmesinin ana firma yöneticilerinin uzun zamanını alması
- Ölçek ekonomilerinin, diğer bir deyimle büyük ölçekte faaliyette bulunmanın yaratacağı ekonomilerin, uygulamada teoride görüldüğü şekilde ve ölçüde gerçekleşmemesi

Altınırnak'a göre birleşme işlemini başarısızlığa götüren 7 alan bulunmaktadır (Altınırnak, 2004:216):

1. **Vizyon:** Birleşme işleminde taraflar birleşme işleminin firmalarına sağlayacağı katkılar hakkında eksik fikre sahiptirler. Uzun dönem vizyonuna sahip olduğu ve gelecek için uzun dönemde sağlam bir stratejinin varlığından bahsedildiğinde inanmakta güçlük çeker ve kuşkuyla yaklaşır.
2. **Liderlik:** Firmalar liderliği devretmekte hızlı değillerdir.

3. **Büyüme:** Firmalar büyümeyi birleşmenin en önemli nedeni olarak görürler ve ölçek ekonomisi üzerinde yoğunlaşırlar. Kısa dönem başarısının çok önemli olduğunu düşünürler, ancak bu sürdürülebilir bir amaç olmaz.
4. **Erken Kazançlar:** Çalışanların ve herkesin firmaya ortak olma konusunda gerekli isteğini sağlamak, kısa dönemli erken kazançların çabuk, pozitif ve görülebilir maddi kazançlara dönüştürülmesiyle ve geleceğin çok parlak olduğunun iyi bir iletişimle anlatılmasıyla mümkün olur.
5. **Kültür:** Firmalar genellikle kültürel engellerin varlığını yadsırlar.
6. **İletişim:** Şeffaf bir iletişim ağı kurularak aktif bir strateji ile belirsizliğin ve çalışanların gerginliğinin azaltılması hedeflenmelidir.
7. **Risk Yönetimi:** Firmalar, herhangi bir birleşme işleminin parçası olan riskleri, risk yönetim teknikleri ile azaltabilirler.

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı, şirket birleşmelerinde gerçekleşen sinerji, çoğunlukla beklenenden daha düşük gerçekleşmektedir. Aşağıdaki grafikte bu değerler arasındaki farklılıklar görülmektedir (www.businessstomorrow.net, 2005):



Kaynak: “Şirket Birleşmeleri Güncel Veriler”, http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr02.htm,
Erişim tarihi: 17.05.08

Şekil 2.4. Evliliklerde Beklenen ve Gerçekleşen Sinerjiler

Birleşme işlemlerinde başarı için ise 5 açık aşamanın uygulanması mümkündür. Bu süreç, satın alma öncesi aşama ile başlar ki, bu aşamanın firmanın içinde bulunduğu sektörle birlikte kendi bünyesini de incelemesini gerektirir. Süreç, dikkatle planlanan ileri birleşme sonrası bütünleşme ile tamamlanır. Başarılı bir birleşme programı için adımlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Altınırnak, 2004:217-218):

Tablo 2.3. Birleşmelerde Başarıya Götüren Adımlar

<p>Birleşme Öncesi Aşamının Yönetimi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Personelin gizlilik konusunda eğitimi • Firmanın kendi değerini belirleme • Değer ekleme yaklaşımının tanımlanması <ul style="list-style-type: none"> ➤ Endüstri yapısını anlamak ve merkez işi desteklemek ➤ Ölçek ekonomisinden yararlanmak ➤ Teknoloji veya yetenek transferini geliştirmek
<p>Adayları Elemek</p> <ul style="list-style-type: none"> • Eleme kriterlerini belirlemek • Yatırım bankalarının nasıl kullanılacağına karar vermek • Fırsatların üstünlüğü • Kamu firmaları, firmaların bölümleri ve özel firmaların dikkate alınması
<p>Kalan Adayların Belirlenmesi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ele geçirme priminin nasıl telafi edileceğini tam olarak belirlemek • Gerçek sinerjiyi belirlemek • Yeniden yapılandırma planına karar vermek • Finansal yöneticilik fırsatlarına karar vermek
<p>Anlaşmayı Müzakere Etmek</p> <ul style="list-style-type: none"> • Maksimum fiyatı belirlemek ve ona sadık kalmak • Zemini anlamak ve değer transferini teşvik etmek • Bir üçüncü kurumca ödenebilecek fiyatı belirlemek • Anlaşma stratejisi kurmak • Yeterli dikkati göstermek
<p>Birleşme Sonrası Bütünleşmenin Yönetimi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mümkün olduğunca çabuk davranmak • Sürecin idaresine dikkat etmek

Kaynak: Serpil Altınırnak Gökbel, “Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık”, **Şirket Birleşmeleri**, Editörler: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul, 2004, s.214

II.3. Sınır Ötesi (Cross Border) Birleşmeler

Son yıllarda şirket birleşmelerinde göze çarpan temel eğilimlerden birisi farklı ülkelerdeki şirketlerle birleşmeyi içeren sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin hacim ve ölçeğinin artmasıdır. Ülkelerarası mal, emek ve sermaye hareketlerinin giderek serbestleşmesi sonucunda firmalar tüm dünyayı pazar olarak görmeye başlamışlardır. Firmaların büyüme stratejileri, artık, sınırları aşarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yayılmak şeklini almaya başlamıştır.

Ulusal birleşmelere göre uluslararası veya uluslar ötesi birleşmeler daha fazla değişken içermektedir. Bunların başlıcaları, ülkelerin kendi has kültürleri, yasal ve ekonomik faktörleridir. Sınır ötesi birleşmeler olarak ele alınan birleşmelerde farklı bir kültüre sahip işletmelerin yeni bir şirket çatısı altında uyumlu çalışabilmeleri ve yüksek bir performans sergileyebilmeleri çoğu zaman ulaşılmaması imkansız bir hedef haline gelebilmektedir (Aydemir, 1998:45-54).

Sınırötesi birleşmeler, bir takım riskler ve dezavantajlar da taşımaktadır. Bunlar kısaca;

- Ülkelerarası kültürel farklılıklar
- Uzaklık
- İşgücü sorunları
- Yerel ticaret konusunda bilgi noksanlığı
- Kur riski

olarak ifade edilebilir.

Günümüzde sınır ötesi birleşmelerde eğilim şöyledir:

- i. 1995 yılında dünyada sınır ötesi birleşmelerin toplam değeri 1988 yılındaki seviyenin iki katı olarak 229 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1997 yılında ise bu tutar 342 milyar dolara yükselmiştir.
- ii. Büyük ölçekli sınır ötesi birleşmeler genel olarak gelişmiş ülkelerdeki çok uluslu şirketler arasında gerçekleşmektedir.
- iii. Sınırötesi birleşmelerin, özellikle bankacılık ve sigorta, kimya ve ilaç, telekomünikasyon ve medya sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir.
- iv. Sınır ötesi birleşmeler sadece büyük şirketlerin faaliyet alanı olarak kabul edilmemelidir. Özellikle elektronik, personel hizmetleri, sağlık, dağıtım, inşaat ve

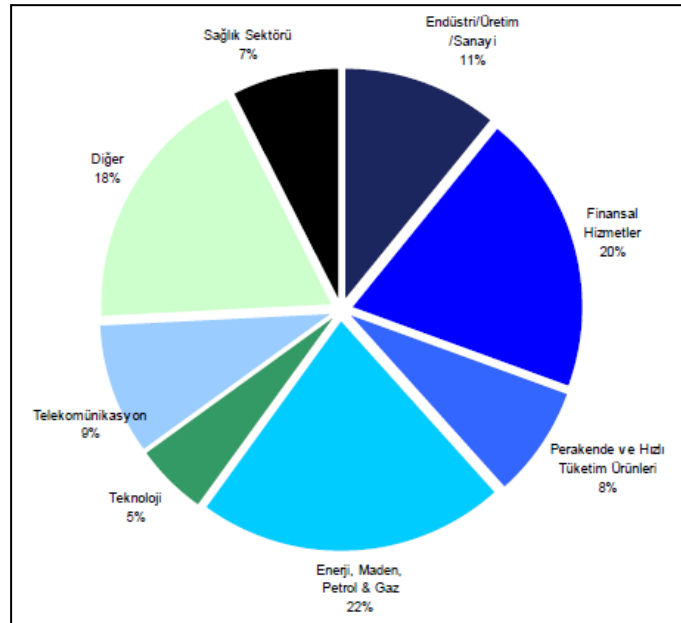
mühendislik alanlarında faaliyet gösteren küçük ve orta boy işletmelerin sınır ötesi birleşmelerin tutarının artmasında belirgin bir rol oynadıkları görülmektedir.

- v. Sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin dörtte üçünde alıcılar ve satıcılar birbirleri ile ilişkili endüstrilerde faaliyet göstermektedirler.
- vi. Yabancı alıcılar, hedef şirketleri önemli miktarda yüksek sermaye kazançlarına sahip şirketlerden seçmektedirler.

II.4. Dünyada ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

II.4.1. Dünyada Birleşme ve Satın Almaların Genel Perspektifi

Kuzey Amerika’da ve Avrupa’da birleşmelerin en çok yaşandığı sektörler göre dağılımı aşağıdaki şekillerde görülmektedir.

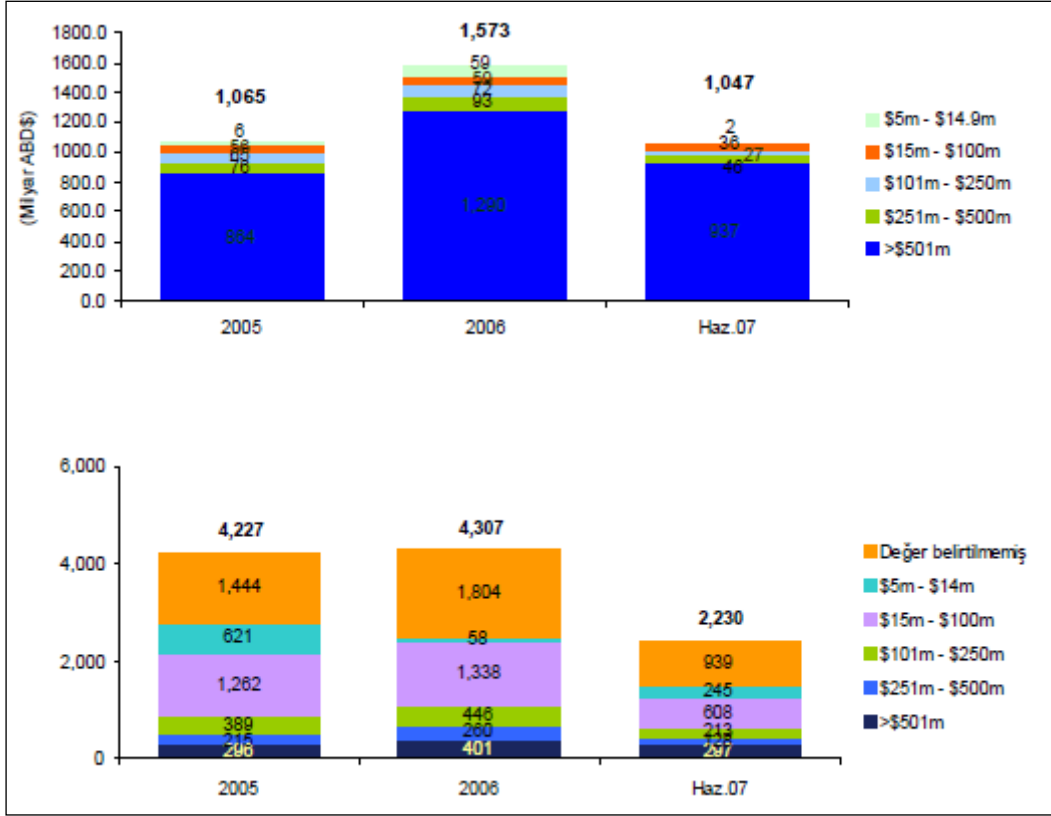


Kaynak: Price Waterhouse Cooper, “Birleşme ve Satınalma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri 2007”, www.pwc.com.tr, 12.10.2007

Şekil 2.5. Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı (Kuzey Amerika)

Kuzey Amerika’da 2007’nin ilk yarısında yaşanan birleşmelerin %22 si enerji, maden, petrol ve gaz sektörlerinde gerçekleşmiş, enerji, finansal hizmetler, sanayi ve

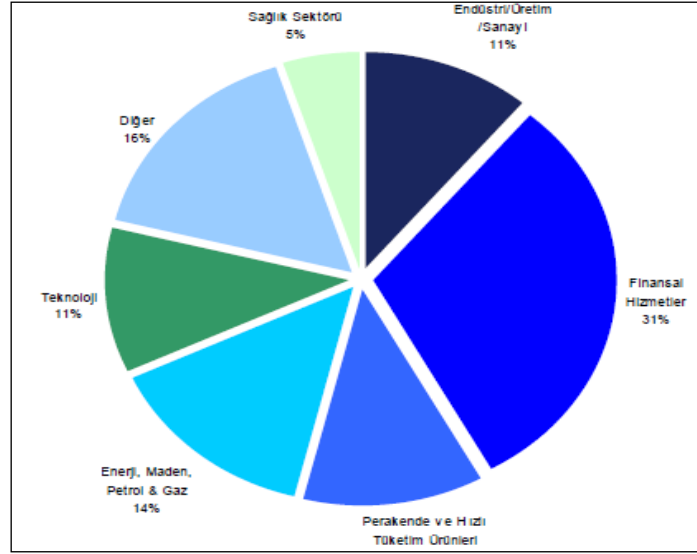
perakende sektörleri tüm birleşmelerin % 61'ini oluşturmuştur. Yine Kuzey Amerika'da birleşme ve satın alma sayısı ve toplam değerlerine ilişkin grafikler de aşağıda görülmektedir.



Kaynak: Price Waterhouse Cooper, "Birleşme ve Satınalma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri 2007", www.pwc.com.tr, 12.10.2007

Şekil 2.6. Birleşme ve Satın Alma Değerleri (Kuzey Amerika)

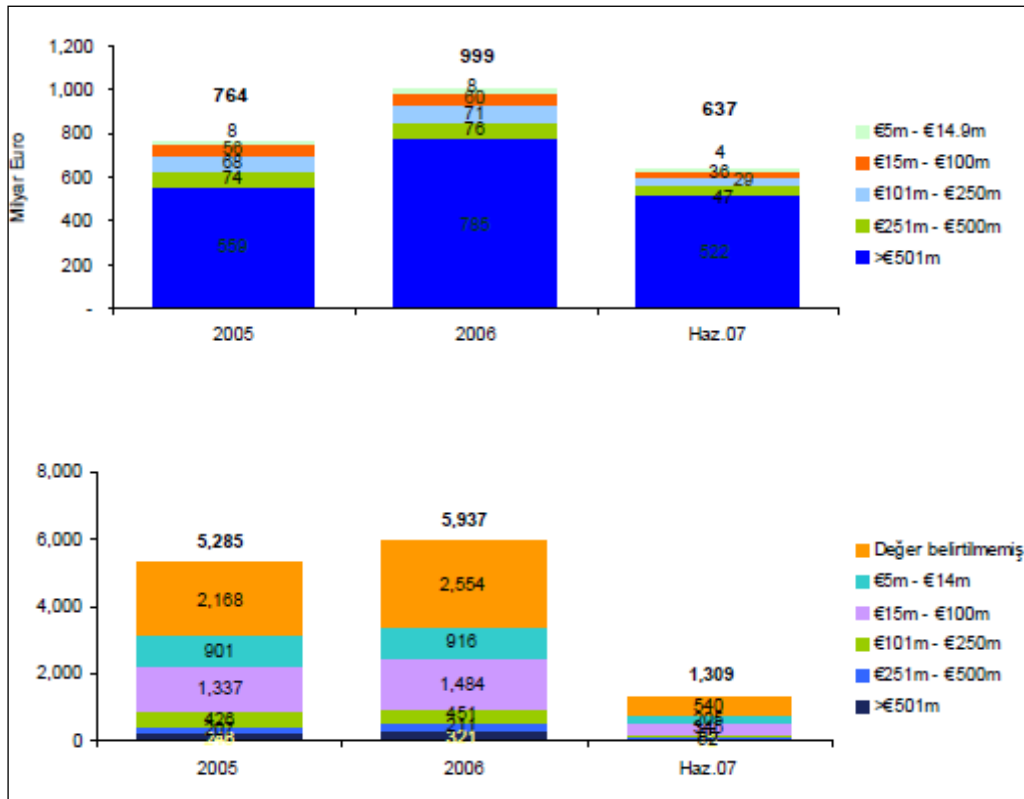
Kuzey Amerika'da 2007 yılının ilk yarısında toplam değeri 1.047 Trilyon Dolar olan 2.230 adet birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir. Avrupa'da ise birleşmelerin sektörel dağılımına bakıldığında en yüksek payı sırasıyla finansal hizmetler, enerji ve perakende sektörlerinin aldığı görülmektedir.



Kaynak: Price Waterhouse Cooper, “Birleşme ve Satınalma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri 2007”, www.pwc.com.tr, 12.10.2007

Şekil 2.7. Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı (Avrupa)

Avrupa’da 2007 yılının ilk yarısında toplam değeri 637 Milyar Dolar olan 1.309 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir.

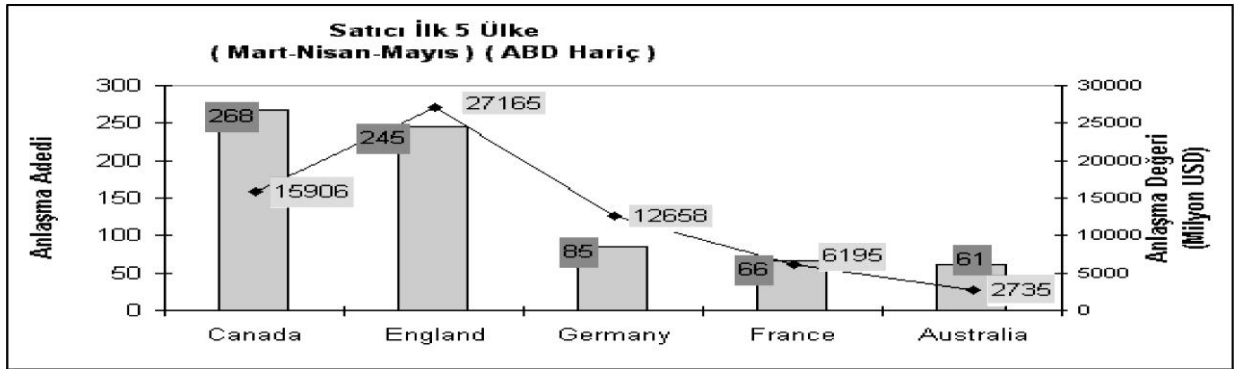


Kaynak: Price Waterhouse Cooper, “Birleşme ve Satınalma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri 2007”, 12.10.2007

Şekil 2.8. Birleşme ve Satın Alma Değerleri (Avrupa)

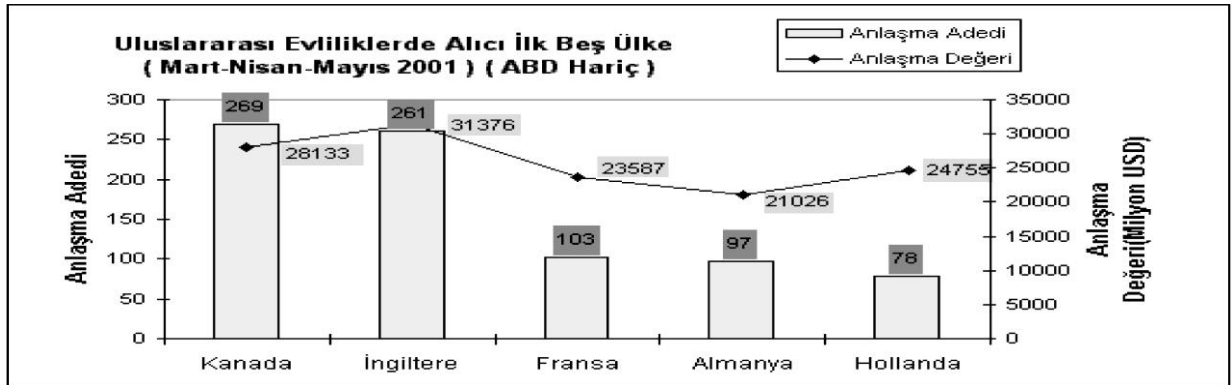
Son yıllarda DYY'ın itici gücü olan sınır ötesi satın alma ve birleşmeler (M&As), yatırım tutarının büyük bir kısmını oluşturmaktadır (2000 yılında 1,1 trilyon dolar ve 2001 yılında 601 milyar dolar). Özellikle gelişmiş ülkelerdeki DYY girişleri, çoğunlukla sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almaları şeklinde gerçekleşmektedir (Çalışkan, 2002).

Aşağıdaki grafiklerde sınır ötesi birleşmelerde, ABD dışında en çok satma ve satın almaya konu olan ülkeler görülmektedir (www.businessstomorrow.net, 2005):



Kaynak:“Şirket Birleşmeleri Güncel Veriler”, http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr02.htm,
Erişim tarihi: 17.05.08

Şekil 2.9. Satıcı İlk Beş Ülke



Kaynak:“Şirket Birleşmeleri Güncel Veriler”, http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr02.htm,
Erişim tarihi: 17.05.08

Şekil 2.10. Alıcı ilk Beş Ülke

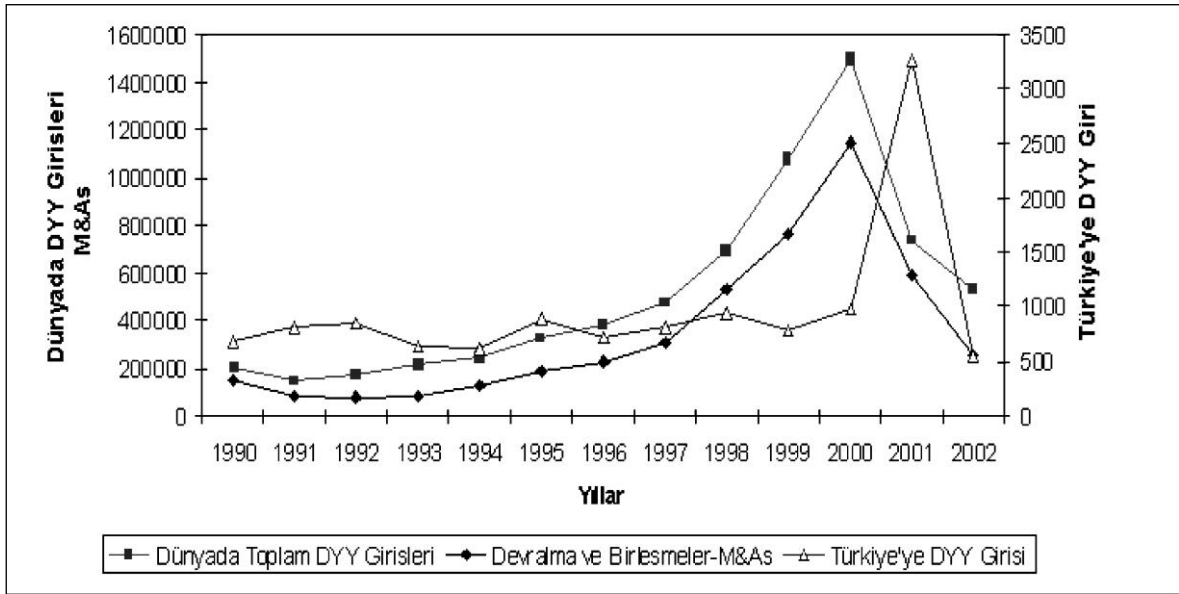
Grafiklerden görüleceği üzere, 2001 itibarı ile uluslar arası evliliklerde ilk alıcı ve satıcı ülke rolünü Kanada üstlenmektedir. 2001 yılı içinde Kanada'ya yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 42,8 milyar Kanada Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, 2000 yılında gerçekleşen seviyenin (94 milyar Kanada Doları) yaklaşık yarısı kadardır. Toplam

yatırımların %60'ı enerji sektöründe yapılmıştır. Kanada'nın zengin enerji rezervleri ve yüksek enerji fiyatları sektörü cazip kılmış ve ABD firmalarının Kanada firmalarını satın alması veya firmalara iştirak etmesi şeklindeki yatırımlarda artış kaydedilmiştir. Bu gelişmeye bağlı olarak enerji ve madencilik sektörünün toplam yatırımlardan aldığı pay %21 olarak gerçekleşmiştir (www.abm-istanbul.org, 2005).

AB firmalarının 2001 yılında Kanada'da gerçekleştirdiği yatırımlar 0,1 milyar dolar olarak gerçekleşirken, ABD firmalarının yıl içindeki yatırımları 40 milyar dolara ulaşmıştır. 2001 yılı itibariyle Kanada'daki toplam yabancı yatırım tutarı 320,9 milyar Kanada Dolarına (yaklaşık 207 milyar ABD Doları) ulaşmıştır. ABD en önemli yatırımcı konumunu sürdürmektedir. ABD'nin toplam yatırımlar içinde 2000 yılında %63 olan payı 2001 yılında %67'ye yükselmiştir. Buna karşılık, AB'nin 2000 yılında %27 olan payı ise 2001 yılında %24'e düşmüştür. Ancak, AB'nin yakaladığı bu seviye hala 1996-1999 yılları arasında gerçekleşen ortalama %21 oranının üstündedir. 2001 yılında Kanada'nın yaptığı yatırımların tutarı %10,5 oranında artmış ve 389,4 milyar Kanada Dolarına (251,4 milyar ABD Doları) ulaşmıştır. En fazla yatırım yapılan sektörler ise finans ve sigortacılık sektörüdür. 2001 yılı sonu itibariyle, bu sektörün toplam yatırımlar içindeki payı %38 olarak gerçekleşmiştir. Yatırımların %51'i ABD'ne yapılmıştır. AB'nin payı ise %19,6'dır. 2001 yılı sonu itibariyle Kanada firmalarının ülke dışındaki toplam yatırımları ise 389,4 milyar Kanada Dolarına (yaklaşık 251,5 milyar ABD Doları) ulaşmıştır. Kanada firmalarının Türkiye'deki yatırımları ise 2001 yılı sonu itibariyle 250 milyon ABD Doları civarındadır(www.abm-istanbul.org, 2005).

DYY' ların itici gücü olan sınır ötesi satın alma ve birleşmeler (M&A's) Ocak-Eylül 2002 döneminde dünya genelinde yüzde 45 düşüş göstererek 250 milyar dolara gerilemiştir. Bir önceki yıl aynı dönem için bu tutar 460 milyar dolar civarındaydı.

Ekonomik belirsizlikler ve borsalardaki zayıflık, iş güvenini, kurumsal genişleme ve yatırım planlarını ve sınır ötesi satın alma ve birleşmelerini büyük oranda aşındırmaktadır. Aşağıdaki şekilde dünya üzerindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve M&A' ların oranı görülmektedir (Çalışkan, 2005).



Kaynak: Özgür Çalışkan, "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Bir Değerlendirme", <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi13/dyy.htm>, Erişim tarihi: 22.06.05

Şekil 2.11. Dünyada Doğrudan Yatırımlar ve M&A'ler

Dünyanın en büyük 25 sınır ötesi birleşme ve devralma işlemi 1997-1999 yılları arasında aşağıdaki tabloda yer alan firmalar arasında gerçekleşmiştir (Rugman, 2004:198).

Tablo 2.4. En Büyük 25 Sınırötesi Birleşme ve Satın Alma İşlemi

Alan ÇUG	Alan		Alınan ÇUG'un	
	ÇUG'un Ülkesi	Alınan ÇUG	Ülkesi	Dolar
1 AirTouch Communications	ABD	Vodafone Group PLC	Britanya	65,9
2 British Petroleum Co PLC	Britanya	Amoco Corp.	ABD	55,0
3 Us West Inc.	ABD	Global Crossing Ltd.	Bermuda	51,1
4 Daimler-Benz AG	Almanya	Chrysler Corp.	ABD	40,5
5 BP Amoco	Britanya	ARCO	ABD	33,7
6 Zeneca Group PLC	Britanya	Astra AB	İsveç	31,8
7 Hoechst AG Chemicals&Fibres Div.	Almanya	Rhône-Poulenc SA-Chemicals&Fibres Div.	Fransa	28,5
8 Hoechst AG-Life Sciences Div.	Almanya	Rhône-Poulenc SA-Life Sciences	Fransa	21,2
9 Zurich Versicherungs GmbH	İsviçre	BAT Industries PLC Financial	Britanya	18,4
10 YPF SA	Arjantin	Repsol SA	İspanya	17,1
11 British Aerospace	Britanya	Marconi Electronics	ABD	13,0
12 Scottish Power PLC	Britanya	Pacific Corp.	ABD	12,6
13 Frontier Corp.	ABD	Global Crossing Ltd.	Bermuda	12,5
14 Total SA	Fransa	Petrofina SA	Bermuda	11,5
15 TransAmerica Corp.	ABD	Aegon NV	Hollanda	10,8
16 Wal-Mart Stores	ABD	ASDA Group PLC	Britanya	10,7
17 Universal Studios Inc.	ABD	PolyGram NV (Philips Electronics)	Hollanda	10,8
18 Roche Holding AG	İsviçre	Corange Ltd.	Bermuda	10,2
19 Allianz AG Holding Berlin	Almanya	AGF	Fransa	10,2
20 Deutsche BankAG	Almanya	Bankers Trust New York Corp.	ABD	9,1
21 Northern Telecom Ltd. (BCE Inc.)	Kanada	Bay Networks Inc.	ABD	9,0
22 Texas Utilities Co.	ABD	Energy Group PLC	Britanya	8,8
23 Case Corp.	ABD	Nev Holland	Hollanda	8,7
24 VIAG AG	ABD	Alusuisse-Lonza AG	İsviçre	8,6
25 ICI PLC	Britanya	Quest International ve diğer üç şirket	Hollanda	8,0

Kaynak: Birleşmiş Milletler, Dünya Yatırım Raporlarından derlenmiştir.

Aşağıda tablo 2.5.'de ise dünyadaki birleşme ve devralmaların en çok gerçekleştiği ilaç sektöründe yaşanan büyük birleşmeler, sektörün en büyük şirketleri kapsamında görülmektedir (Rugman, 2004:207).

Tablo 2.5. Dünyanın En Büyük İlaç Şirketleri

Şirket	Ülke	Gelir (milyon dolar)	
Merck	ABD	26.898	
Johnson & Johnson	ABD	23.657	
Novartis	İsviçre	21.874	Ciba Geigy ve Sandoz'un birleşmesiyle kurulmuştur.
Bristol-Myers Squibb	ABD	18.284	Glaxo Wellcome ile başarısız bir birleşme teşebbüsleri olmuştur.
Roche Holding	İsviçre	17.016	Genetech ve Corange Group'u satın almıştır.
Pfizer	ABD	17.704	Warner-Lambert'i ele geçirmeye çalışıyor.
American Home Products	ABD	13.463	Warner Lambert'ı satın almaya çalışıyor.
SmithKline Beecham	Britanya	13.396	2000 yılının Ocak ayında Glaxo Wellcome ile birleşti.
Glaxo Wellcome	Britanya	13.232	Glaxo ve Wellcome'un birleşmesiyle 1995'te kuruldu. Ocak 2000'de SmithKline Beecham'la birleşti.
Abbott Laboratories	ABD	12.478	
Warner-Lambert	ABD	10.214	Pfizer veya AHP ile birleşebilir.
Eli Lilly	ABD	10.051	
AstraZeneca	Britanya	9.133	Astra ve Zeneca'nın birleşmesiyle 1999'da kuruldu.

Kaynak: Alan Rugman, *Globalleşmenin Sonu*, Mediacat Yayınları, Ankara, 2000, s.207

Birleşme ve ittifaklar sonucu ortaya aşağıdaki durum çıkmıştır (Rugman, 2004:204):

■ General Motors (ABD), üç Avrupalı şirketi bünyesine katmıştır:

Opel (Almanya)

Vauxhall (İngiltere)

Saab (İsveç); %50 sini elinde tutmaktadır.

Aynı zamanda Fiat(İtalya) ile bir ittifak kurmuştur.

■ GM'in Asya'da 4 ortak girişimi bulunmaktadır:

Suzuki (Japonya) (%10)

Isuzu (Japonya) (%49)

Toyota (Japonya)

Subaru/Fuji Heavy Industries (Japonya) (%20)

- Ford Motors (ABD), 3 Avrupalı şirketi bünyesine katmıştır.

Jaguar (Britanya)

Aston Martin (Britanya)

Volvo Cars (İsveç)

- Ford'un Asya'da iki ortak girişimi vardır:

Mazda (Japonya) (%33,4)

Kia (Kore)

- Toyota (Japonya) General Motors (ABD) ile bir ortak girişime sahiptir.
- Daimler Benz(AB), Chrysler ile birleşmiştir.
- Renault (AB), Nissan'ı satın almıştır.

Aşağıda tablo 2.6.'de Reuter Ajansı tarafından 2000 yılı itibarı ile dünyada gerçekleşen belli başlı şirket evlilikleri görülmektedir (www.netbul.com, 2005).

Tablo 2.6. Dünyada Büyük Şirket Evlilikleri

Dünyada Büyük Şirket Evlilikleri (2000)			
Satın alan	Satılan	Değeri (milyar \$)	Sektör
America OnLine	Time Warner	342	Bilişim-Medya
Glaxo Wellcome	SmithKline Beecham	76	İlaç
Seagate	Veritas	29	Bilişim
DaimlerChrysler	Mitsubishi	2	Otomotiv
Preussag (Alm)	Thomson Travel (İng)	2.73	Turizm
Pfizer	Warner Lambert	302	İlaç
Cable and Wireless HKT	PCCW-İnternet	36-38	İnternet

Kaynak: <http://www.reuters.com/finance/deals/mergers>, Erişim Tarihi: 26.06.05

II.4.2. Bir Sınır Ötesi Birleşme Örneği: Daimler Benz – Chrysler Birleşmesi

Daimler-Benz Chrysler birleşmesi dünya tarihinin tanık olduğu en önemli ve en büyük birleşmelerden birisidir. Bu birleşme dünya otomotiv endüstrisindeki yeni birleşmelerin habercisi olarak değerlendirilmiştir. Küresel olarak faaliyet gösteren, güçlü finansal yapıya sahip, üstünlüklerini birleştirerek sinerji elde etmeyi başarabilen dinamik şirketlerin geleceğin iş dünyasında baskın hale geleceği bir kehanet sayılmamalıdır. Giderek daha fazla küçülen dünyada sınır-ötesi birleşmeler küresel geçerliliğe sahip yasal düzenlemelerin hazırlanma sürecini hızlandıracak bir etkiye de sahiptirler. Sınır-ötesi birleşmeler Daimler Chrysler örneğinde de görüleceği gibi uluslararası kültürel, yasal, politik ve ekonomik yeni değişkenlerin üzerinde özenle durmayı kaçınılmaz kılmaktadır. Birleşmelerden olumlu sonuçların alınabilmesi, birleşen şirketlerin stratejik üstünlüklerinin dikkatli bir şekilde harmonize edilmesini, farklılıklarının ve potansiyel çatışmalarının başarılı şekilde yönetilmesini zorunlu kılmaktadır (Aydemir, 1998:48).

Daimler Benz ve Chrysler şirketlerinin birleşmeden önceki profilleri şirket kayıtlarında aşağıdaki gibi ifade edilmektedir. Chrysler 1997 yılı gelirlerinin % 85'ini (\$52.1 milyar) ABD'den, % 8'ini (\$4.95 milyar) Kanada'dan ve kalan % 7'sini (\$4.19 milyar) ise diğer ülkelerden elde etti. Buna karşılık Daimler-Benz ise, gelirlerinin % 63'ünü (\$43.9 milyar) Avrupa'dan, % 21'ini (\$15 milyar) Kuzey Amerika'dan, % 8'ini (\$5.4 milyar) Asya'dan, % 4'ünü (\$3 milyar) Latin Amerika'dan ve kalan % 4'ünü de diğer ülkelerden elde etti. Daimler-Benz'in 300.000'e yaklaşık iş görenine karşılık Chrysler 121.000 iş görene sahipti (Brown, 2005).

Daimler-Chrysler birleşme süreci küresel rekabetin boyutları ve sınır-ötesi birleşmelerin doğası ile ilgili ilginç yönleri sahip bulunmaktadır. Bunlardan bazıları şunlardır (Aydemir, 1998:48):

- Birleşme görüşmeleri gizli tutulmuş ve yüz yüze görüşmenin mümkün olmadığı durumlarda Chrysler “Cleveland” Daimler ise “Denver” kod isimleri anılmıştır. Gizlilik Başkan Clinton’ın bile olaydan haberdar edilmemesi kadar ciddi bir sıklıkta tutulmuştur.
- Birleşme görüşmelerine işletmecilik mantığı ile yaklaşmış ve her iki taraf içinde anlam ifade ettiği ve temel konularda fikir birliği sağlandığından (bunun birleşme için yeterli olduğu düşünülerek) ayrıntılar üzerinde konsensüs aranma ihtiyacı duyulmamıştır.
- Masanın karşı tarafında kimlerin oturacağı görüşmeler öncesinde öğrenilerek pazarlık görüşmelerine katılması (gerçekten) gerekli olan üst düzey yöneticilerin katılımı ve yüz yüze görüşmelerin gerçekleşmesi sağlanmaya çalışılmıştır.
- Çok önemli ana konuları çözmeden finans ve personel konuları (kim hangi pozisyona gelecek vb) gibi tartışmalı alanlara girmemeye özen gösterilmiştir.
- İsim konusundaki görüşmelerde her iki şirkette özveride bulunmuş (Daimler “Mercedes” ismini kullanmaktan vazgeçmiş, Chrysler ise isminin Daimler’den sonra anılmasını kabul etmiştir) ve “Daimler Chrysler” ismi üzerinde anlaşılmıştır.
- Daimler Chrysler için 410.000 çalışanın varlığı ve yıllık en az 130 milyar dolarlık yatırımdan bahsedilmektedir. Artık Amerika’nın 3., Almanya’ nın ise tartışmasız birincisi durumundadırlar.
- Efsanevi bir birliktelik olarak 38 milyon parça hisse senedine sahiptirler.

Birleşmenin ardından Birisi Stuttgart diğeri Detroit’te olmak üzere iki şirket genel merkezi olmakla birlikte, mühendislik, üretim ve pazarlama faaliyetleri ayrı yürütülmeye devam edilmiştir. İki ayrı şirket Daimler Chrysler adı altında yeni bir şirket olacak ve eski hisse senetleri yeni şirketin hisse senetleri ile değiştirildi. 1998’de Daimler tarafından satın

alınan Chrysler'in üçüncü çeyrekte kazancı 579 milyon Euro azaldı. Lehman Brothers'ın otomotiv analisti Christopher Will, Daimler'in en tepede olduğu zamanda Chrysler'i satın aldığını, şimdi ise en aşağıda bulunduğunu iddia etmekte idi. Şirket yetkilileri ise yaptıkları açıklamada, Chrysler'in otomobil sergilerinde yeni modellerine yer açmak için eski modellerinde büyük indirimlere gitmesinin, şirket kazançlarında 600 milyon euroluk bir düşüşe neden olacağını söylediler. Haberin duyulması ardından olumsuz etkilenen piyasayı sakinleştirmek isteyen Yönetim Kurulu Başkanı Jurgen Schrempp, şirketin Alman ayağı olan Daimler'in bu indirime dâhil olmadığını ve Chrysler'in yılın dördüncü çeyreğinde karının artırmasının beklediklerini belirtti. Şirket yetkilileri daha sonra yaptıkları açıklamada ise, kiralık araba gelirlerinde görülen düşüş nedeniyle, şirket kazançlarında 500 milyon Euroluk bir azalma beklediklerini kaydettiler. Söz konusu dönem için yeni modellerde yapılan fiyat indirimlerinin, eski model satışlarını olumsuz etkilediğini söyleyen analistler, Mercedes-Benz'in artan kazançlarının, Chrysler'in kaybını bir ölçüde azalttığını belirttiler. Şirkette olumlu bilanço açıklayan departmanların yalnızca Mercedes-Benz ve Smart modellerini üreten bölümler olduğunu belirten yetkililer, iki bölümün kazançlarının yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 5 oranında artarak 743 milyon euroya çıktığını kaydettiler (Reinking, 2005).

Daimler Chrysler birleşmesi otomotiv endüstrisinin daha önce hiç tanık olmadığı kadar yenilikçi bir stratejidir. Teknoloji transferi, ortak satın alma ve dağıtım lojistiği sayesinde yüksek miktarda tasarruf sağlanabilmektedir. Daimler Chrysler Japonya, Avrupa ve Amerika pazarlarında üstünlüklerini birleştirerek pazar paylarını arttırma olanağı bulmuştur. Motor, transmisyon ve diğer parçalarda ölçek ekonomisinin getirilerinden yararlanmaktadır. Küresel alışlar 60 milyar dolar gibi önemli bir tutara ulaşabildiğinden satın almada fiyat ve diğer konularda pazarlık gücü elde edilmiştir. Eleştirilerde "Göklerde

gerçekleşen evlilik” olarak adlandırılan birleşme sayesinde şirketler ürün ve coğrafik bakımdan birbirlerini tamamlarken bir küçülme (downsizing) olmasının aksine, Mercedes-Benz otomobillerinin Amerika’ya, Chrysler otomobillerinin Avrupa’ya ihracatını artıran ve ileride Asya’da ve diğer yerlerde yeni yatırımlara yol açan, istihdam dahi getiren bir birleşme olmuştur. “Rüya ekibi” olarak da ifade edilen birleşme ve sağladığı sinerji sonucu endüstrideki küçük rakiplere kapatılması güç bir fark atılmıştır. Daimler-Benz Chrysler’in önden çekişli otomobil üretimindeki know-how’undan yararlanarak daha önce “A-Class” otomobillerinde yaşadığı kötü tecrübeyi yeniden yaşamaktan kurtulmuştur. Chrysler’in tedarikçi ilişkileri, düşük maliyetli üretim ve ürün tasarımıdaki uzmanlığı ve Daimler-Benz’in güçlü küresel kalite imajı bir araya geldiğinde önemli bir sinerji sağlamıştır. Daimler-Benz Chrysler’in ABD’deki 4,500 galerisine ulaşma olanağı bulunmuştur. Amerikalı Chrysler üstün dizayn ve düşük maliyet ile dikkat çekerken, Alman Daimler-Benz yüksek maliyetler ile de olsa mühendislik donanımında rakipsiz durumdadır (Surowiecki, 1998: Mayıs 15).

Ancak olumlu gelişmeler ile beraber sıkıntılar da gündemden düşmemiştir. Üç temel teori çerçevesinde kazanımlar yaşanırken olumsuzlukları yönetememenin bedeli yüksek olmaktadır. Mesela, DaimlerChrysler bir Alman şirketi olarak Kanada’ya gümrüksüz otomobil satamaması, mühendislik ve üretim operasyonlarını maksimum maliyet avantajı yaratacak bir şekilde birleştirilememesi gibi soruların yanı sıra, ABD ve Almanya’nın farklı hukuk, muhasebe, finans ve yönetim sistemleri problemleri arasında sayılabilir. İki farklı sendika ile uyumlu çalışılmaması konusu bir diğer problemi oluşturmaktadır. Alman yasalarına göre şirket işgören temsilcileri yani çalışma konseyi ve bağımsız sendika temsilcileri şirket denetleme kurulunda sandalyelerin yarısına sahip olmakta ve yönetimi gözetleyerek bütün stratejik kararları onaylamaktadır. Bu oluşumda

Amerikan işgörenlerinin 1, Alman işgörenlerinin ise 9 kişi ile temsil edilecek olması olumsuz bir durum olarak değerlendirilmektedir. ABD sendikaları tarihsel olarak biz-onlar mentalitesi üzerine kurulmuştur. Alman sendikaları ise, tam tersine, şirketin stratejik gidişinde önemli rol oynayan partner olarak görülmektedir. Alman şirketlerinin yönetiminde işgörenlerin önemli bir ağırlığa sahip olması Amerikan hisse senedi sahiplerinin kısa vadeli getiri elde etme tutkusu ile çelişebilir (www.wsws.org, 1998).

II.4.3. Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Türkiye’de bilinen ilk birleşme faaliyeti Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-i Osman-i Şahane’nin 1874 yılında gerçekleştirdikleri birleşmedir. 1980 yılında uygulamaya konulan istikrar programında dışa açılma, serbest pazar ekonomisine geçiş, liberalleşme gibi amaçların bulunması, şirketleri önemli ölçüde etkilemiş ve bu dönemde, hazırlıksız yakalanan çok sayıda şirket zora girmiştir. Uygulanan liberal politikalar, büyük grupları bile zorlamış, Türk iş dünyasında bir “haciz, iflas ve konkordato” rüzgarı esmiştir. Şirket birleşmeleri giderek daha da önem kazanmaktadır. Gerek iç faktörler, gerekse dış faktörlerin etkisiyle birçok şirket zaman zaman finansal zorluk içine düşmektedir. Örneğin, 1986 yılında İstanbul’da mal varlıkları yaklaşık 150 milyarı bulduğu ileri sürülen 235 şirket iflas ederek, bu iş yerlerinde çalışan 20.000 kişi açıkta kalmıştır (www.angelfire.com, 2005).

Ancak ekonomistlere göre; ABD ve AB ülkelerinde rekabet gücünü artırmak amacıyla yapılan evliliklerin Türkiye’de yapılması için zamana ihtiyaç vardır. Türkiye’de şirket sahiplerinin çoğu, aynı zamanda şirketin idarecisi konumunda bulunmaktadır. Bu nedenlerden dolayı Türkiye’de batan bir şirketin satın alınması dışında ABD ve AB’de olduğu gibi şirket evliliklerinin olmayacağı öne sürülmüştür (www.netbul.com, 2008).

Nas' a göre Türk şirketlerinin birleşmesinin önündeki engeller şunlardır (www.netbul.com, 2008):

- İşadamlarının açıkça vergi ödemek istemeyişi,
- Anlaşma taraflarının hisse senetleri değerlerini yüksek tutmaları,
- Ortaklık kültürü ve sinerji anlayışının olgunlaşmaması,
- Feodal bağ, yani kurucuların şirketlerine olan bağları (en kötü şartlarda dahi şirketlerini satmak istememeleri),
- Patron şirketlerindeki kurumsallaşmanın eksik olması,
- Küreselleşme kavramının geç gelmiş olması.

Türkiye'de tespit edilen birleşmeler genelde belli kapasite ve kısıtlılıklar çerçevesinde belli başlı firmalar arasında gerçekleşmektedir. Bu stratejiye uygun olarak, Koç Grubu'ndaki Arçelik, Türk Elektrik Endüstrisi, Atılım ve Gelişim şirketleri tek bir tüzel kişilik altında birleştirildi. Boyner Holding bünyesinde yer alan Beymen, Benetton ve Divarese markaları güç birliği yaparak, "BBA A.Ş." adlı yeni bir şirketin çatısı altında birleşti. Koç ve Sabancı gibi Türkiye'nin büyük grupları bir yandan kendi bünyesindeki şirketleri birleştirirken, gruplar arası evliliklere sıcak baktıklarını basına yansıttılar (www.netbul.com, 2008).

İflas gibi istenmeyen ama zorunlu durumlarda ise birleşme de tek çözüm olabilmektedir. Şirket birleşmelerini olumsuz etkileyen şirket dışı faktörler de vardır. Bunların başlıcaları (www.angelfire.com, 2005);

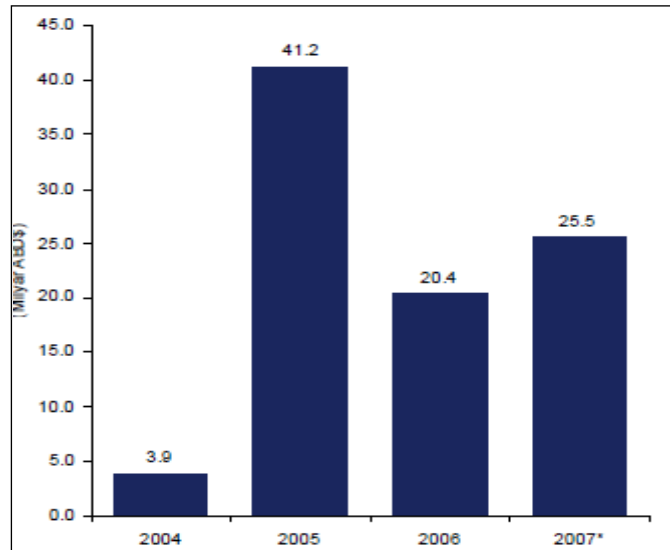
1. Ekonomik koşulların elverişli olmaması, ekonomik istikrarsızlık
2. Pazar büyüme hızının yetersiz olması
3. Nakit sıkıntısı ve para temininde karşılaşılabilecek güçlükler
4. Kaliteli ve yeterli miktarda insan gücü temininin güçlükleri

olarak özetlenebilir.

TÜSİAD'ın "Birleşmeler ve Devralmalar" başlıklı raporuna göre; Türkiye'de birleşme ve devralmalarda, uluslararası kaynakların ülkeye çekilebilmesi için yapılması gerekenler şöyle ifade edilmektedir (www.netbul.com, 2005):

- Şirket yönetimlerinde ve hesaplarında şeffaflığın artırılması,
- Azınlık haklarının korunmasına yönelik sağlam güvenceler verilmesi,
- Yapısal güven (corporate governance) standartlarının etkin olarak uygulanması,
- Şirketlerin halka açıklık oranlarının artırılması.

2004-2007 yılları arasında Türkiye'de 473 adet birleşme ve satın alma işlemi yaşanmıştır. Değeri açıklanan işlemlerin toplam tutarının 91 Milyar Dolar olduğu görülmektedir.



Kaynak: ISI Emerging Markets, Turkey DealWatch

Şekil 2.12. Türkiye'de Yıllar Bazında Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almalar

Dört yıllık süreçteki 91 Milyar Doların 49.2 Milyar Dolarını en büyük 20 işlem oluşturmaktadır. Bu 20 işlem aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 2.7. 2004-2007 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 20 Satın Alma ve Birleşme İşlemi

İşlemin Tamamlandığı Tarih	Satışa Konu Şirket	Alıcı	Satıcı	İşlem Değeri (Milyar \$)	Sektör
1 14 Kasım 2005	Türk Telekomünikasyon A.Ş. (%55 hisse)	Oger Telecom	OİB*	6.8	Telekomünikasyon
2 13 Aralık 2005	Telsim Mobil Telekomünikasyon A.Ş.	Vodafone	TMSF**	4.8	Telekomünikasyon
3 11 Temmuz 2005	TüPRAŞ (%51 hisse)	Royal Dutch Shell Group, Koç Holding A.Ş.	OİB*	4.1	Enerji
4 18 Ekim 2006	Akbank T.A.S. (%20 hisse)	Citigroup	Hacı Omer Sabancı Holding	3.1	Finansal Hizmetler
5 10 Haziran 2005	Atatürk Havalimanı	Tepe - Akfen Ortaklığı (TAV)	Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMI)	3.0	Ulaşım
6 1 Aralık 2005	Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (Erdemir) (%49 hisse)	Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK)	OİB*	2.8	Demir Çelik
7 3 Nisan 2006	Finansbank (%48 hisse)	National Bank of Greece (NBG)	Fiba Holding	2.8	Finansal Hizmetler
8 19 Temmuz 2007	Oyakbank	ING Bank	Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK)	2.7	Finansal Hizmetler
9 10 Temmuz 2007	Sabiha Gökçen Havalimanı	Limak, GMR, Malaysia Airport	Savunma Sanayi Müsteşarlığı	2.6	Ulaşım
10 30 Mayıs 2006	Denizbank (%75 hisse)	Dexia Bank	Zorlu Holding	2.4	Finansal Hizmetler
11 17 Kasım 2007	Petkim (%51 hisse)	Injaz Projects, Socar& Turcas Enerji	OİB*	2.0	Enerji
12 7 Mayıs 2007	Halkbank (%24,98 hisse)	Halka Arz	Türkiye Cumhuriyeti	1.8	Finansal Hizmetler
13 19 Temmuz 2005	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (%13 hisse)	Alfa Group Consortium	Çukurova Grubu	1.6	Telekomünikasyon
14 29 Ağustos 2005	Türkiye Garanti Bankası A.Ş. (%25.5 hisse)	GE Consumer Finance	Doğuş Holding A.Ş.	1.6	Finansal Hizmetler
15 9 Mayıs 2005	Yapı ve Kredi Bankası AS (%57 hisse)	Koç Finansal Hizmetler	TMSF, Çukurova Grubu	1.5	Finansal Hizmetler
16 3 Mayıs 2007	İzmir Limanı	EB, Hutchison, Global	TCDD***	1.3	Ulaşım
17 18 Kasım 2005	Vakıfbank (%25 hisse)	Halka Arz	Türkiye Cumhuriyeti	1.3	Finansal Hizmetler
18 3 Eylül 2007	UN Ro-ro (%87,90 hisse)	KKR	UN Ro-ro	1.2	Ulaşım
19 18 Temmuz 2007	Türkiye Finans Katılım Bankası (%60 hisse)	NCB	Ülker - Boydak	1.1	Finansal Hizmetler
20 5 Aralık 2007	ATV ve Sabah Grubu	Çalık Holding	TMSF**	1.1	Medya
Toplam				49.2	

Kaynak: Price Waterhouse Cooper, “Birleşme ve Satınalma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri 2007”, 12.10.2007

Son 40 yılda, Amerika da dâhil olmak üzere, yabancı sermaye katkısı olmadan kalkınabilen dünya üzerinde hiçbir ülke gösterilememektedir. İşte bu nedenle, Türkiye’de de şirket birleşmeleri yabancı sermayeyi çağrıştırmaktadır. Şirket birleşmeleri ve satışları piyasası doğrudan yabancı sermayenin gelmesi, teknoloji transferi, verimlilik artışı, değerlerin korunması açısından ülke için çok önemlidir. Ancak ne yazık ki, Türkiye’de, bu piyasa çok sık ve satış işi çok uzun süren ve kimi zaman da sonuçlanamayan bir prosedürdür (Kuşçuoğlu, 2005).

Türkiye’nin yabancı sermaye yatırımlarını artırması için mevcut çabalara ilave bazı çalışmaların yapılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir (Çalışkan, 2002):

- AB ile bütünleşme sürecinde yürütülen çalışmaların hızlandırılması, en kısa zamanda Topluluk müktesebatının üstlenilmesi ve uygulanması (Avrupa ile bütünleşmiş, ticari konularda hukuki altyapısını evrensel düzeye yükseltmiş olan

Türkiye'nin yabancı sermaye yatırımları açısından bir çekim merkezi haline gelmesi doğal olacaktır),

- Özelleştirme çalışmalarının tamamlanması,
- Çok uluslu şirketlerin ülkemize ilgilerinin artırılması,
- Dış tanıtıma ve bilgi eksikliğinin giderilmesine ağırlık verilmesi,
- Teknik devlet anlayışı, şeffaflık ve iyi yönetişimin geliştirilmesi,
- Ekonomik istikrar, vergi adaleti, güçlü ve düzgün işleyen bir finans sisteminin varlığı,
- Ürün geliştirme, inovasyon çalışmalarının teşviki,
- Uzun vadeli perspektif (mevzuat, ekonomik yapı, siyasi hedefler gibi) oluşturulması.

Aria-Aycell birleşmesi hariç olmak üzere, Türkiye'de 2003'te yaklaşık 1.5 milyar ABD dolarlık bir birleşme ve satın alma işlemi söz konusudur. İki şirketin toplam bilanço büyüklüğünün yaklaşık 6 milyar ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir. Bu, Türkiye'de 2003'e kadar gerçekleştirilen en büyük birleşme ve satın alma işlemidir (Deldağ, 2005). Ardından 2005 yılında Türk Telekom-Öger Telecom birleşmesi 6.6 Milyar ABD Dolar civarında bir değer yaratmıştır.

II.4.4. Türkiye'den Bir Birleşme Örneği: Aria – Aycell Birleşmesi

TT&TIM İletişim Hizmetleri A.Ş. Türk Telekom'un GSM Operatörü Aycell'in, %51 İş Bankası Grubu ve %49 TİM ortaklığı ile kurulmuş olan İş-TİM ile birleşmesi sonucu, 19 Şubat 2004 tarihinde resmen kurulmuştur. TT&TIM'de Türk Telekom ve TIM'in %40'ar, İş Bankası Grubu'nun ise %20 payı bulunmaktadır. Birleşmeden sonra Aria ve Aycell markalarının TT&TIM çatısı altında devam ettiği kısa bir süreç yaşanmıştır.

23 Haziran 2004 tarihi itibariyle ise birleşmeden doğan sinerjinin ifade edildiği yepyeni “Avea” markası, bu iki markayı temsilen piyasaya sunulmuştur. 15 Ekim 2004 tarihi itibariyle “TT&TIM İletişim Hizmetleri A.Ş” ticari ünvanı "AVEA İletişim Hizmetleri A.Ş" olarak değişmiştir (www.aveakurumsal.com.tr, 2005).

Aria, İtalya'nın telekomünikasyon devi TIM (Telecom Italia Mobile) ve Türkiye'nin en köklü kurumu İş Bankası'nın işbirliği ile ilk GSM 1800 projesinin hayata geçirilmesi amacıyla kuruldu. Ulaştırma Bakanlığı tarafından açılan GSM 1800 Sayısal Hücreli Mobil Telefon Sisteminin Tesis ve İşletmesi ihalesine katılan Türkiye İş Bankası ve Telecom Italia Mobile konsorsiyumu, 2 milyar 525 milyon ABD doları vererek ihaleyi kazandı. Türkiye Cumhuriyeti, bu ihaleyle tarihinin en büyük özelleştirmesine imza atmıştır. İş-TIM Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş. 27 Ekim 2000 tarihinde Türkiye'nin ilk GSM 1800 Mobil Telefon Ağı işletimi için T.C. Ulaştırma Bakanlığı ile lisans anlaşmasını imzaladı. Şirket, ARIA ticari ismi ile faaliyete geçtiği 21 Mart 2001 tarihinden itibaren yüksek teknolojiyi, uluslararası tecrübesi, iletişim sektöründeki yenilikçiliği ve müşteri odaklı servis anlayışı ile birleştirdi.

Ulaştırma Bakanlığı' nın 16 Mart 2000 tarihli ihalesiyle, GSM 1800 mobil telefon işletme lisansı Türk Telekomünikasyon A.Ş.' ye verilmiş ve 8 Ocak 2001 tarihinde ayrı bir sermaye şirketi olarak Aycell Haberleşme ve Pazarlama Hizmetleri A.Ş.kurulmuştur.

Birleşmenin hedefi, iki şirketin entegrasyonu sonucu ortaya çıkacak önemli operasyonel ve mali sinerjileri yaratmaktır: özellikle Aycell'in gerçekleştirdiği hızlı altyapı gelişimi ve abone sayısı artışı ile Aria'nın ortaya koyduğu yaratıcılık ve markalaşma başarısından sonuna kadar faydalanılacaktır. Yeni şirket AVEA, Türk Telekom'un derin pazar bilgisini, TIM'in uluslararası mobil telefon sektöründeki birikimini ve Türkiye'nin en

köklü finans kuruluşlarından Türkiye İş Bankası'nın finansal deneyimini bir araya getirmek amacı ile kurulmuştur.

Aycell ve Aria birleşmesi, Türk telekomünikasyon sektörünün gelişmesine önemli katkılarda bulunacak yeni ve güçlü bir şirketin doğmasını sağlamıştır. İki şirketin deneyiminin ve bilgisinin bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak operasyonel ve mali sinerji, GSM pazarında pozitif sonuçlar doğuracaktır. Özellikle iki şirkete ait baz istasyonlarının kısa sürede birleştirilmesi, artırılması ve optimizasyonu ile daha iyi iletişim imkanları yaratılacak ve bunu takiben müşterilerin doğrudan faydalanmalarına imkan sağlayacak bir rekabet ortamı ortaya çıkacaktır (www.aveakurumsal.com.tr, 2005).

2010 yılında avea, 11.5 milyona yakın abonesi ile %32'lik pazar payına sahiptir. Baz istasyonlarının sayısı, birleşme sonucu iki katına çıkarak 6.500'e ulaşmıştır. 2.600 kişiyi aşan kadrosuyla, Avea markası daha ilk günden pazarda ikinci büyük konumundadır (www.aveakurumsal.com.tr, 2005).

III. BÖLÜM

PERAKENDECİLİK SEKTÖRÜ

III.1. Perakendecilik Sektörü ve Türkiye Ekonomisindeki Yeri

Bu bölümde perakende kavramının tanımsal çerçevesi, perakende sektörünün gelişimi ve dünyada ve Türkiye ekonomisi içindeki yeri incelenmiştir.

III.1.1. Perakende Kavramı ve Sektörel Gelişim Süreci

En kısa ifadeyle; “imal edilmiş ürünleri tüketicilere pazarlayan kişi veya kuruluşların, tüketicilere yönelik olarak sarf ettikleri pazarlama gayretleri (Karafakıoğlu, 2005:297)” olarak tanımlanabilen perakendecilik, Kotler tarafından (Kotler, 2000:378); “nihai tüketiciye ve ticari kar amacıyla alım yapmayan kuruluşlara yapılan her türlü mal ve hizmet satışı” olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle (Tek, 1999:583); mamul ve hizmetleri ticari amaçla kullanma veya tekrar satmamak ve bunun yanında kişisel ve ailesel kullanımları için nihai tüketiciye pazarlanması ile ilgili tüm faaliyetleri kapsar. Bu çerçevede faaliyet gösteren tüm işletmeler perakendecilik işi ile ilgilidir.

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere perakendeciler, üretici ve toptancıları tüketiciye temsil ederken, tüketici ile, üretici ve toptancı arasında satışa neden olan güven bazlı ilişkide aracı rolü oynamaktadır. İşte bu yüzden, çetin rekabet koşullarında piyasa payını artırmak isteyen üretici ve toptancıların, son kullanıcı ile aralarındaki satış sürecini gerçekleştiren perakendeci ağlarını çok iyi oluşturmaları ve perakendecilerin ise daha fazla müşteri değeri yaratma yolunda doğru ürünü doğru miktar, doğru zaman, doğru fiyat ve doğru yerde bulundurmaları gerekmektedir. Perakendeciliğin ekonomik unsurları, işte bu temel taşlardan oluşmakta ve bu nedenle perakende satış, satılan ürünler hakkında iyi bilgi sahibi olmayı, hedef müşteri kitlesinin profilini iyi anlamayı, dahası müşteri ihtiyaçlarını

anlamayı ve ticari açıdan satış yapabilir alışveriş deneyimine sahip olmayı gerektirmektedir (J.Fernie, S. Fernie ve Moore, 2003:249). Son tüketiciyle doğrudan temas noktasında bulunan perakendeciler, müşterinin beğenilerini ve tüketim eğilimlerini en yakından takip etme şansına sahip olmaları nedeniyle, devinime ve inovatif gelişmelere en açık sektörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ürünlerin büyük sergi alanlarında sergilendiği ve büyük miktarların fiyatlarının düşük olarak satışa sunulduğu 19.yy'ın ikinci yarısından itibaren bölümlü mağazalarla ortaya çıkmaya başlayan perakendecilik, 1860'lardaki kooperatifçilik hareketleri ile 20.yy'ın başlarında zincir mağazacılık şeklinde gelişmiştir. Perakendecilik sektörünün merkezi olan Amerika Birleşik Devletleri'nde 1930'larda faaliyete başlayan süpermarketler 1950'li yıllarda hızlı bir gelişim süreci göstermiştir. Sonraki yıllarda, Amerikalı tüketicilerin uzun süre tercih ettikleri çok dükkanlı mağazalar eskiyen alt yapıları dolayısıyla tüketicilerin isteklerine uymadıkları ve genelde şehir içinde inşa edilmiş olmaları dolayısıyla park sorunu yaratmışlar ve zamanla çekiciliklerini kaybetmişlerdir. Amerika Birleşik Devletleri'nde olduğu gibi Avrupa'da da büyük metropollere göçün artması, çalışanların ve çekirdek aile sayısının artması alışveriş alışkanlıklarını ve tüketim yapısını değiştirmiştir. Bu gelişmelerin yansıması sonucunda perakende satış noktalarında değişimler görülmüştür. Avrupa'da büyük ölçekli dağıtım olayına ilk giren ülke olan Fransa, perakendecilik sektöründe belli bir olgunluğa gelmiştir. Perakendecilik sektörünün satış alanında, en gelişmiş ülkelerinden biri olan Almanya, perakende sektörü küreselleşme etkisiyle önemli bir gelişim süreci göstermiştir. 1980'li yıllar boyunca ciroları oldukça yüksek ve satışları hızla artan, Avrupa'daki en etkin perakendecilik sektörü ve zincir perakendeciliğin en güçlü olduğu ülke ise İngiltere olmuştur (Cengiz ve Özden, 2003:2).

Ekonomik önemi açısından perakendecilik, ülkelerin Gayrisafi Yurtiçi Hasılasına önemli boyutta katkı yapan (Örneğin İngiltere için %10.5) ve çalışanların oldukça büyük bir kısmını istihdam eden (Örneğin İngiltere için 2.4 Milyon dolayında) bir sektördür. Üstelik, perakende organizasyonları artık sadece küçük ölçekli aile işletmeciliği şeklinde değil, güçlü, çok uluslu kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyanın en büyük şirketi olan Wal-Mart yaklaşık 1.8 Milyon “iş ortağı” (çalışanların tamamı Wal-Mart’ın özgün örgüt kültüründe “iş ortağı” olarak ifade edilmektedir), İngiltere’nin en büyük şirketi Tesco ise 260.000 kişi istihdam etmektedir. Küresel amaca sahip bu işletmeler nispeten kısa süre içinde uzun yollar katetmiş ve Wal-Mart’ın kurucusu Sam Walton, Tesco’nun kurucusu Jack Kohen gibi girişimcilerin vizyonu, perakende pazarlarını transformasyona uğratmıştır (Ferne ve diğ., 2003:3).

Bugün gelinen noktada, farklılaşmaya yönelik uygulamalar olan tıkla-satın al sistemi ile çok kanallı satıştan, müşterinin mağazada geçirdiği süreyi artırmaya yönelik perakende tasarımına varıncaya kadar pek çok yenilikçi trend, bilgi ve teknolojinin perakendedeki yansımaları gözler önüne sermektedir. Özellikle internet kullanımının yaygınlaşması, tüketicilerin demografik farklılıklarında azalan değişimi tetiklemiş, üretimin ve pazarların küresel entegrasyonu ve uluslar arası faktör transferi sınırlar ötesi ticareti artırmıştır. Perakendecilikte de son yıllarda gıda ve hızlı tüketim mallarına yönelik küresel işletmelerin satış hacminde patlamaya yol açmıştır.

III.1.2. Dünya Perakende Sektörü

Sürdürülebilir büyüme için her yıl araştırma yapan uluslar arası vergi, denetim ve yönetim danışmanlığı kuruluşu Deloitte ve STORES Dergisi işbirliği ile hazırlanan “Perakendenin Küresel Güçleri 2007” başlıklı rapora göre (www.deloitte.com, 2007);

teknolojiye yatırım yapan sektörlerin başında gelen perakendecilikte tedarik zinciri yönetimi, mal çeşitliliğinin optimizasyonu ve müşteri yönetim sistemleri şirketlerin karlılığını artıran faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Rekabetin yoğunluğuna rağmen, bu unsurların etkili uygulanmasında en önemli araç olma özelliği taşıyan teknoloji sayesinde sektör, hızla gelişerek büyümektedir.

Küresel ekonominin birtakım gerilim sinyalleri göstermesine karşın, dünyanın lider perakendecileri için 2005 mali yılı, bir diğer sağlıklı yılın var olagelmesini sağlamıştır. 2006 yılında en büyük 250 perakende şirketinin toplam satışları, önceki senenin rakamı olan 2.84 Trilyon Dolar'ı % 6,0 geçerek 3.01 Trilyon Dolar seviyesine ulaşmıştır. Dünyada perakende satışları büyümesi OECD ülkelerindeki para politikasının sıkıştırılması ile 2005 yılı sonlarında yavaşlama sürecine girmiş ancak "Perakendenin Küresel Güçleri 2010" raporuna göre (www.deloitte.com, 2007); sektörün küresel düzeyde toparlanma sürecine girdiği görülmektedir. 2008'de küresel perakende sektöründeki kuruluşların üçte ikisinin karları düşerken, 30 perakendeci firma zarar açıklarken, rapora göre, perakende sektöründeki karlılığın azalması hemen her coğrafya ve kategoride karşılaşılan bir durum olmuştur. Avrupa'daki perakende şirketlerinin 2007'de %4,1 olan karlılık oranları 2008'de %2,7'ye gerilemiş, Kuzey Amerika'da perakende sektörünün karlılığı ise ortalama %3,6'dan %2,4'e düşmüştür. Afrika ve Ortadoğu'da ise Avrupa ve Kuzey Amerika'nın aksine karlar yükselmiştir.

Karlılığın ciddi oranda düşmesine rağmen rapora göre zirveyi paylaşan 250 kuruluşun toplam cirosu 3,8 trilyon doları bulmuş, en büyük 250 perakende kuruluşu listesinin başında 401,2 milyar dolarla Wal – Mart yer almıştır. İlk 250 içinde 199. sırada yer alan Migros'un ardından BİM Mağazaları da 241. sıradan listeye girmiştir. Deloitte'un En Hızlı Büyüyen 50 Perakende kuruluşu listesinde ise BİM 9., Migros 25. sırada yer

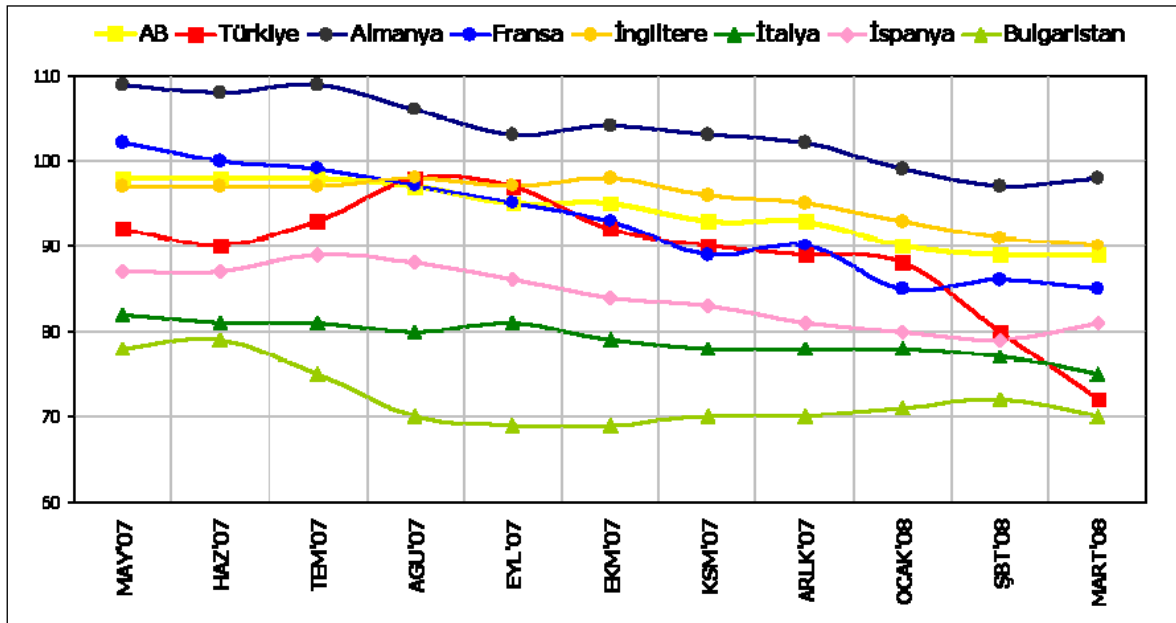
almaktadır. Küresel perakende sektörünün en büyük markaları aşağıda Tablo 3.1.'de görülmektedir.

Tablo 3.1. Küresel Perakende Sektörünün Önde Gelen Firmaları

(Milyar \$)	2008/2007 (%)	2007/2006 (%)	2008	2007	2006
1-Wal-Mart	8,3%	19,9%	405	374	312
2-Carrefour	8,9%	20,4%	122	112	93
3-Metro	8,6%	26,8%	95	87,5	69
4-Tesco	-5,3%	36,2%	89	94	69
5-Kroger	8,6%	6,1%	76	70	66
6-Target	3,2%	6,8%	65	63	59
7-Costco	12,5%	6,7%	72	64	60
Toplam	6,9%	18,8%	924	864,5	728

Kaynak: Financial Times'dan aktaran Bizim Menkul Değerler A.Ş., "İttifak Holding A.Ş. Değerleme Raporu", 2009

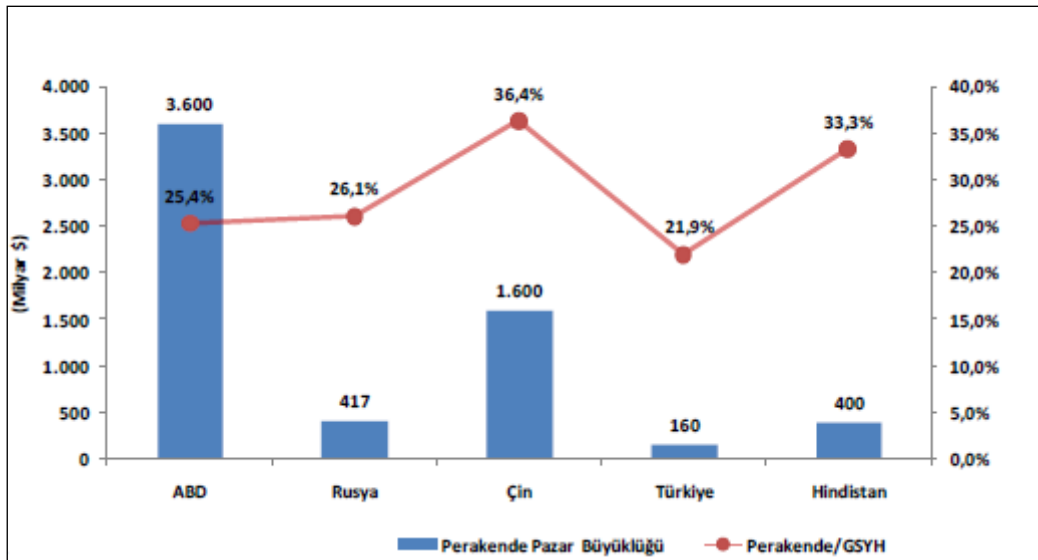
2008 yılında Şirket ciroları 2007 yılına göre büyümesini sürdürmesine rağmen küresel krizin de etkisiyle dünya tüketici güven endekslerinde yaşanan gerileme toplam ciro artışının 2007 yılında yaşanan %18,8'lik büyümenin altında kalmasının en büyük nedeni olarak gösterilmektedir. Dünya tüketici güven düzeylerindeki değişim aşağıdaki Şekil 3.1.'de görülmektedir.



Kaynak: GFK Türkiye, "Tüketici Güven Endeksindeki Düşüş Devam Ediyor", 04.04.2008 Tarihli Basın Bülteni

Şekil 3.1. Dünya Tüketici Güven Düzeyleri

Tüketici Güven Endeksi, denge yöntemine göre hesaplanmaktadır. Buna göre “hanenin maddi durumu”, “ülkenin genel ekonomik durumu”, “işsizlik oranı” ve “hane tasarrufları” na yönelik beklentilere ilişkin sorulara toplam cevap verenler arasında pozitif ve negatif cevap verenlerin yüzdelerinin farkı hesaplanmakta ve bu farka 100 eklenerek çıkan değerlerin aritmetik ortalaması alınmaktadır. AB ortalaması global pazardaki ekonomik gelişmelerin 2007’nin yaz aylarından bu yana tüketici güveni üzerindeki olumsuz etkisini yansıtmaktadır. Tüketici Güven Endeksi Türkiye’den yüksek olan Almanya, Fransa ve İngiltere’de de tüketici güveni düşüş göstermektedir. Bu ülkeler içerisinde Türkiye 2008 başından bu yana tüketici güveni en fazla azalan ülke olarak öne çıkmaktadır. Ülke içinde yaşanan siyasi gelişmeler ve global pazardaki ekonomik gelişmeler tüketici güveninin azalmasında unsurlar olarak öne çıkmaktadır (GFK Türkiye, 2008: Nisan 4). Şekil 3.2.’de ABD, Rusya, Çin, Türkiye ve Hindistan ülkelerinde perakende sektörünün büyüklüğü ve GSYH içindeki yeri görülmektedir.



Kaynak: IMF & AMDF

Şekil 3.2. Perakende Pazar Büyüklüğü ve Perakende/GSYH Oranı (2009)

Perakende sektörünün küresel gelişiminin önümüzdeki yıllarda OECD ülkelerinde fiyat odaklı olması ve indirim mağazalarının payının artması yönünde olması beklenirken, Doğu Avrupa ve Asya ülkelerinde pazarın düzenli büyümesi için potansiyel bulunmaktadır. Global perakende sektöründe birleşmelerin devam etmesi ve büyük uluslararası firmaların büyümekte olan pazarlara yayılması öngörülmektedir (www.deloitte.com, 2010).

III.1.3. Perakende Sektörünün Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri

Türkiye’de marketçilik kavramı 1954’te Migros ve Gima ile başlarken 1960-1970 döneminde özel sektör girişimleri ile büyük marketler yaygınlaşmıştır. Tüketim malları ithalatında liberal açılımların yapıldığı 1980’li yıllarda ambalaj sanayinin gelişmesi, tüketim alışkanlıklarındaki değişim Türkiye’de süpermarketlerin gelişimine uygun bir zemin hazırlarken 90’lı yıllar Türkiye için perakendecilik konusunda atılımların yapıldığı yıllar olmuştur. Hızlı kentleşme ve yüksek tüketim büyük mağaza ihtiyacı doğurmuş büyük kentlerde kişi başı gelirin artması hipermarketleri oluşturmuştur. Özel oto sahipliği toplu alışverişi kolaylaştırırken bireysel bankacılıktaki ilerleme, tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımının artması hipermarketlerden alışverişi kolaylaştırmıştır. 1980 sonrası değişen ekonomik ve kültürel yapı ile önem kazanan perakende sektörüne olan ilgi özellikle 1990 sonrası dönemde artmış hem yurtiçinde faaliyet gösteren Koç, Sabancı ve Doğu Grubu gibi gruplar hem de Fransız Carrefour, Alman Metro gibi uluslar arası büyük oyuncular organize perakendecilik alanındaki yatırımlarına hız vermiştir. 1998 yılında Türkiye’de bulunan 2.135 hiper, süper ve zincir market sayısı 2008 yılı itibariyle 7.943’e ulaştığı tahmin edilmektedir (Bizim Menkul Değerler, 2009). Tablo 3.2.’de Türkiye’deki perakende mağazalarının türlerine göre dağılımı görülmektedir.

Tablo 3.2. Türkiye’deki Perakende Mağazalarının Türlerine Göre Dağılımı

Mağaza Sayısı	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 T
Toplam (HPM, Zincir Mağ. & SPM)	2.979	3.640	4.005	4.242	4.809	5.545	6.474	7.221	7.943
Hipermarket > 2500 m ²	129	149	151	143	152	160	164	178	199
Büyük SPM > 1000-2500 m ²	306	357	368	367	396	454	504	568	628
Süpermarket >400-1000 m ²	726	835	909	968	1.082	1.258	1.567	1.712	1.883
Küçük Süpermarket < 400 m ²	1.818	2.299	2.577	2.764	3.179	3.673	4.239	4.763	5.242
Orta Market 50-100 m²	13.232	13.210	13.555	14.537	15.197	15.076	14.775	14.875	14.818
Bakkallar < 50 m²	136.763	128.580	122.342	124.283	122.781	120.397	116.857	115.221	112.697
Toplam Geleneksel Mağazalar	152.974	145.430	139.902	143.062	142.787	141.018	138.106	137.317	135.944
Kuruyemişi	10.775	10.567	11.185	11.476	11.971	11.813	12.100	12.032	12.030
Eczane	18.681	19.846	20.909	20.324	19.481	19.713	20.632	22.152	23.123
Kiosk	11.561	11.792	11.986	12.197	12.450	12.722	12.905	13.027	13.166
Kozmetik Mağazaları	3.336	3.153	3.096	3.218	3.188	3.124	2.959	2.879	2.874
Fotoğrafçılar	10.790	10.500	10.687	11.135	11.155	10.968	10.662	10.271	10.158
Benzin İstasyonları	4.170	4.476	4.750	4.887	5.264	5.962	5.854	5.612	5.480
Toplam Mağazalar	59.313	60.334	62.613	63.237	63.509	64.302	65.112	65.973	66.831
TOPLAM	212.287	205.764	202.515	206.299	206.296	205.320	203.218	203.290	202.774

Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş., “İttifak Holding A.Ş. Değerleme Raporu”, 2009

Türk perakende sektörü geleneksel perakendecilikten, modern (organize, profesyonel ve kurumsallaşmış) perakendeciliğe doğru kayda değer bir değişimin etkisindedir. Söz konusu değişim, toplumun genelini ve tüm ekonomiyi etkilediğinden, yoğun tartışmalara neden olmaktadır. Sektördeki bu değişim, ekonomi üzerindeki etkileri açısından, hem zirai hem de sanai üretim modellerinin yanı sıra dağıtım ve istihdam konularında da kendini elle tutulur ölçüde hissettirmeye başlamıştır. Modern ve organize perakende sektörünün pazar payındaki artışın da etkisiyle perakende sektöründe resmi olarak beyan edilen gelirler ve ödenen vergiler de paralel olarak artmaktadır. Yatırımlar açısından ise, perakende sektörünün geleceğine yönelik tartışmalar da sektördeki değişimin etkilerinin bir diğer göstergesidir. Toplumsal etki açısından, perakende sektöründe genel olarak hijyen, güvenlik ve kalite standartları yaygın bir uygulama haline gelmektedir. Rekabetin ve bunun getireceği avantajların anlamını kavramaya başlayan tüketiciler, öncesine göre bu konularda daha fazla talepkar olmakta ve daha seçici davranmaktadırlar. Dolayısıyla, tedarik ve tüketim modellerindeki değişim, günlük yaşamda benzeri görülmemiş bir değişimin öncüsü olmuştur (Price Waterhouse Coopers, 2010).

Türkiye’de enerji, sağlık ve eğitimden sonra 4. büyük sektör olan perakendenin 2007 sonunda toplam 150 milyar dolarlık cirosu (gıda ve gıda dışı) 2008’de 60 milyar doları organize olmak üzere toplam 160 milyar dolarlık büyüklüğe ulaşırken ve 2011 yılı sonuna kadar sektörün 196 milyar dolar olarak gerçekleşeceği beklenmektedir. Deloitte’nin verilerine göre Türk perakende sektörü mevcut durumu itibariyle Avrupa’nın gıda harcamalarında 5., gıda dışında 8. büyük ülkesidir. Perakende sektörü Türkiye’nin son yıllarda en hızlı büyüdüğü sektörlerden biri olmuştur. Özellikle alışveriş merkezi yatırımlarıyla perakende sektörü kayıt altına alınırken yerli markalar önemli büyüme oranları yakalarlarken bu durum gıdadan elektroniğe, mobilyadan hazır giyime yabancıların da Türkiye’ye gelmesini beraberinde getirmiştir. 2007 yılında metrekarede %27 büyüyen organize perakende sektörü 2008 yılında %20’lik bir büyüme sergilemiştir. 2007 yılında %13 büyüyen organize pazar 2008 yılında hedeflediği %10 oranını tutturamamış ve %7’lik bir yükseliş sergilemiştir. Ciro artışının metrekare artışının gerisinde kalması sektörün en büyük problemlerinden biri olarak görülmektedir.

Önümüzdeki dönem Türk perakende sektöründeki eğilimleri belirleyecek faktörler olarak şunları sıralayabiliriz;

- a) Ekonomide sağlanan serbestleşme,
- b) Harcanabilir gelirlerdeki artış,
- c) Kentleşme oranının yükselme,
- d) Çalışan kadın sayısındaki artış,
- e) Batı yaşam tarzından etkilenen genç bir nüfusun varlığı ,
- f) Dışarıda yemek yeme alışkanlığının giderek toplumda yaygınlaşması ,
- g) Artan yaşam temposu ve çalışan kadın sayısının artması ile tüketicilerin günlük yaşamlarının en az kesintiye uğratacak alışveriş imkânlarının aranması,

h) KDV'nin gelecekte tüm ürünlerde %8'e indirilmesi ve Basel II ile kayıt dışı perakendenin giderek azalacak olması.

Türk perakende sektörü geleneksel perakendecilikten modern perakendeciliğe doğru kayda değer bir değişimin eşiğindedir. Hâlihazırda Türk perakende sektörünün yaklaşık %62'sinin geleneksel perakende ve %38'inin ise modern perakende sektörüne ait olduğu bilinmekte; modern perakende sektörünün büyüklüğü yaklaşık olarak 60 milyar dolar olarak tahmin edilmektedir. Organize kesimin pazar payının düşük seviyelerde yer aldığı perakendecilik sektöründe orta-uzun vadede geleneksel perakendecilikten organize perakendeciliğe geçişin hız kazanması ve daha az oyuncunun daha fazla pazar payına sahip olduğu pazar şartlarına ulaşılması beklenilmektedir.

Tüketici güven endeksindeki azalmaya paralel olarak 2009 yılı ekim ayında 12 aylık ciro gelişimi %5 dolaylarındayken 2010 Ekim ayında gerçekleşen ciro, 2009 Ekim ayı ile kıyaslandığında, yıllık %12 artış gerçekleşmiştir. Bu artış, özellikle tüketicilerin ekonomik krizin etkilerini azalttığı yönündeki algılarına bağlı olarak gerçekleşmiştir. organize perakende sektörü ciroları 2010 Ekim ayında aylık %4 düşüş yaşamış, yılbaşından bu yana geçen 10 aylık dönem, 2008 yılının aynı dönemi ile kıyaslandığında, ciro artışının %6 oranında olduğu görülmüştür. 12 aylık değişim incelendiğinde ise organize perakende ciroları %8 artmıştır. Dolayısıyla 2010 yılında sektörel performans, 2009 performansının üstüne çıkmıştır (www.ampd.org, 2010).

IV. BÖLÜM

TÜRK PERAKENDE SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA:

ADESE MERCEK BİRLEŞMESİ

Bu bölümde araştırmanın amaçları ve kuramsal temelleri bağlamında arz ettiği önem ve araştırmanın gerçekleştirilmesinde izlenen yöntem hakkında bilgi verilmektedir.

IV.1. Araştırmanın Amaçları

Özellikle küreselleşme ve teknolojinin gelişimi bağlamında rekabet olgusunda tanık olunan hızlı değişim, bu gelişimin arkasında kalmak istemeyen işletmeleri de değiştirmek ve büyümek zorunda bırakmıştır. Dünya yüzeyindeki gelişmelerin yayılmasını sağlayan en önemli araç olan bilgi-iletişim teknolojileri sayesinde, tüketicilerin beğeni ve talepleri de sürekli bir değişim göstermektedir. Değişen tüketim kalıpları ise, nihai tüketiciyle birebir temas noktasında bulunan perakendecileri ciddi biçimde etkilemektedir.

Büyüme stratejilerinde pek çok farklı alternatifin karşımıza çıktığı günümüzde, özellikle perakendecilik gibi rekabet şiddetinin yüksek olduğu sektörlerde pazardan daha fazla pay alabilmek için kazan- kazan prensibine dayalı birleşme ve satın alma stratejisinin ağırlıklı olarak tercih edildiği görülmektedir. İki ayrı şirketin hem finansal kaynakları, hem de tüm sorumluluklarını tek bir havuzda toplamak suretiyle rekabet yarışına birlikte devam etmeleri birleşme olarak ifade edilirken, iki ayrı şirketten daha küçük olanının büyük şirket tarafından tüm kaynak ve sorumlulukları ile birlikte devralınması satın alma şeklinde bir stratejik ortaklık yapılması anlamına gelmektedir. Her iki durumda da amaçlar benzerlik göstermekte, ancak birleşme ve satın almaların sonuçları bakımından her örnek olayda farklılıklar arz etmektedir. Sonuç olarak işletmelerin birleşme ve devralma işlemlerinde başarı ve başarısızlık farklı nedenlerle ortaya çıkabilmektedir.

Özetlenen bu kuramsal bilgiler ışığında araştırmanın temel hedefi, şirket birleşme ve satın almalarının işletme performansına olan etkilerinin incelenmesidir. Bu ana hedef doğrultusunda 2 alt amaç belirlenmiştir. Bunlar; (i) Adese ve Mercek şirketlerinin birleşme öncesi performansının değerlendirilmesi, (ii) Adese ve Mercek şirketlerinin birleşme sonrası performansının değerlendirilmesi olmak üzere iki başlıkta toplanmaktadır.

IV.1.1. Araştırmanın Yöntemi

İşletmelerin performans ölçümlerinin yapılmasında kullanılan en temel iki yöntemden ilki firmaların kendi performanslarını başka firmalarla karşılaştırması şeklinde yapılan subjektif ölçekler kullanmak (Golden, 1992:145-158), ikincisi ise, firmanın performans boyutunun kesin ölçütlerini dikkate alan objektif ölçeklerin kullanılmasıdır (Cronin ve Page, 1998:55-68). Bu çalışmada birleşme yoluyla büyüme stratejisi izleyen bir perakende mağazası için performansın en önemli belirleyicileri olduğu düşünülen mağaza ve müşteri sayısı, pazar payı, satışlar ve ciro gibi objektif ölçekler dikkate alınmıştır. Araştırmanın bu bölümünde adı geçen ölçeklerin birleşme öncesi ve birleşme sonrası karşılaştırmalı tabloları yapılarak birleşmenin bu ölçekler bazında işletme performansına etkisi incelenmiştir. Ayrıca yer yer sektördeki rakip firmalarla karşılaştırılması sureti ile subjektif değerlendirmeler de yapılmıştır.

IV.1.2. Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırma birleşme süreci olan 2007 yılı ve onu takip eden yıllar temel alınarak yapılmıştır. 2010 ve 2011 yıllarına ait veriler şirket politikası ve şirketin halka arzına yönelik çalışmaların sürmesi nedeniyle tarafımıza sunulmamıştır.

IV.2. Birleşme Sürecine İlişkin İstatistikî Veriler ve Değerlendirme*

Bu bölüm araştırmanın ana konusunu oluşturan Adese-Mercek birleşmesini konu almaktadır. Bu bağlamda öncelikle işletmelere ilişkin tanıtıcı bilgiler verilmiş, ardından birleşme süreci hedeflenen amaçlar bağlamında açıklanmış ve işletme performansına ilişkin veriler birleşme öncesi ve sonrası bağlamında karşılaştırmalı tablolar yardımı ile incelenmiştir.

IV.2.1. İşletmeleri Tanıtıcı Bilgiler

IV.2.1.1. Adese A.Ş.

İttifak Holding'in perakendecilik sektöründeki markası Adese, 1994'te kurulmuş halen sekiz şehirde, her ay ortalama dört buçuk milyonun üzerinde müşterisine hizmet veren bir perakende işletmesidir (adese.com.tr, 2010). 1994'te Konya'nın ilk hipermarketini açan Adese, zamanla Konya, Ankara, Mersin, Aksaray ve Karaman'da şubeler açarak büyümüştür. 2007 yılı sonunda ise kendi indirim marketleri zinciri olan Mercek Gıda ile birleşen Adese, 2008 yılına yüz birinci mağazasını İstanbul'da açarak başlamıştır. Kısa bir süre sonra İzmit'te bir mağazanın daha faaliyete başlamasıyla Adese, ulusallaşma sürecinde önemli bir atılım yapmış ve 2008 yılının ilk sekiz ayında toplam on dokuz yeni mağaza açarak büyüme sürecinde hızlı bir ivme yakalamıştır.

Adese, 2009 yılında Konya merkez ve Beyşehir'de açtığı iki yeni mağazaya ek olarak İstanbul, Kocaeli ve Sakarya'da hizmet veren toplam 11 mağazayı "Varlık Devri Yöntemi" ile satın alarak Marmara Bölgesi'ndeki ağırlığını artırmıştır. İstanbul'da Üsküdar, Sultanbeyli, Ümraniye, Maltepe, İçerenköy, Çekmeköy, Başakşehir'de bulunan

*Bu bölüm; Adese, AMPD ve BMD'den elde edilen verilerle oluşturulmuştur.

yedi, Kocaeli’nde üç ve Sakarya’da bir adet mağazanın Adese hizmet halkasına eklenmesiyle Adese, Marmara Bölgesi’nde hizmet ağını genişletmiştir (adese.com.tr, 2010).

Bugün kimi rakamsal değerlendirmelere göre Türkiye’nin en büyük altıncı perakende markası olan Adese, istikrarlı bir büyüme süreci izlemektedir. Adese Alışveriş Merkezleri, Fortune Türkiye’nin 2010 yılının Temmuz ayında açıkladığı “Türkiye’nin En Büyük 500 Şirketi” araştırmasının sonuçlarına göre Türkiye’nin en büyük 122. şirketi seçilmiştir. Listede, “Konya’nın en büyük şirketi” olarak yer alan Adese AVM, %13’lük büyüme payı ile perakende sektörünün en büyük sekizinci markası olmuştur. Adese, ayrıca Türkiye’nin en çok istihdam sağlayan 42. şirketi olarak bilinmektedir (Fortune Türkiye, 2010 Temmuz).

Capital dergisinin, dünyanın önde gelen marka değerlendirme şirketlerinden Brandfinance ile birlikte gerçekleştirdiği ve Temmuz 2010’da açıkladığı “Türkiye’nin En Değerli 100 Markası” araştırması sonuçlarına göre ise, Adese AVM’nin, Türkiye’nin en değerli 52. markası olarak açıklandı. Listede yer alan Konya merkezli tek firma olan Adese, marka değerini 80 milyon dolara çıkararak listede altı basamak yükselmiştir (Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, 2010 Temmuz).

Son olarak, Ekonomist dergisinin 26 Eylül 2010 tarihli sayısında yayımlanan "Anadolu'nun En Büyük 500 Şirketi" araştırmasında Adese AVM, Anadolu'nun 21'inci ve sektörünün en büyük şirketi olarak yer almıştır.

IV.2.1.2. Mercek A.Ş.

İttifak Holding’in indirim marketleri olan Mercek İndirim Marketleri ise 2000 yılında ilk şubelerini Konya’da açılan Ankara Yolu şubesi ile faaliyete başladı. Kısa süre

içerisinde Konya'nın merkezinde ve ilçelerinde şubeler açan Mercek İndirim Marketleri daha sonra Aksaray ve Karaman'da da mağazalar açtı. 2007 yılı sonunda 69 mağazası bulunan Mercek İndirim Marketleri 15.642 metrekare alana ve 441 personele sahipti. Mercek İndirim Marketleri 2007 yılında 70.000.000 YTL ciro elde etmiştir (Konyalife, 2008).

Adese Mercek birleşmesi sonucunda Adese olarak faaliyet gösteren mağazalardan 500 metrekarenin altında olan sekiz mağaza Adesem olmuş, aynı şekilde 500 metrekare'nin üzerinde olan mağazalar ise Adese adıyla hizmet vermeye devam etmektedirler. Bu birleşme sonucunda Adesem mağazalarıyla birlikte Adese mağaza sayısı 2008 Ocak ayı itibariyle 100'e çıkmış, Adese-Mercek birleşmesi sonucu toplamda 113.617 m² alana sahip dev bir perakende firması olmuştur (www.adese.com.tr, 2010).

IV.2.2. Adese- Mercek Birleşmesi

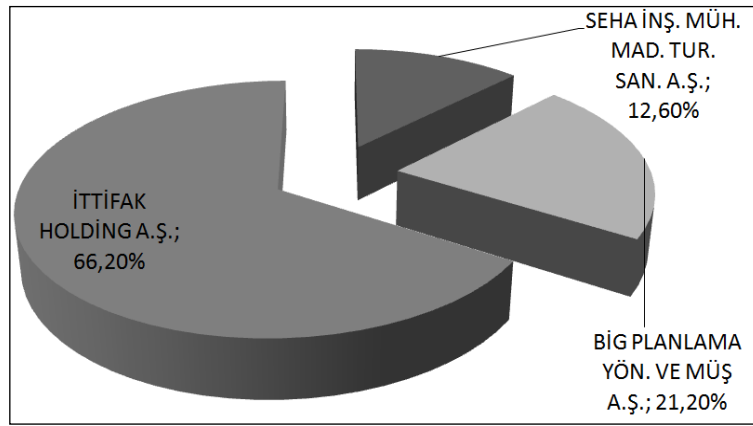
Tüm dünyada ekonomik ve siyasi arenada meydana gelen gelişmeler yönetim süreçlerini de derinden etkilemekte ve toplam talepte sürekli eksen kaymasına yol açmaktadır. Rekabet arenasının oyuncu sayısı her geçen gün artmakta, bu durum da işletmelerin pazardan aldıkları payı giderek azaltmaktadır. Tüm dünyada en hızlı büyüyen sektörlerden olan perakende sektörü de bu gelişmelerin etkisi altında kalmaktadır. Bu bağlamda, birlikteliğin doğuracağı sinerji ile rekabet avantajını kendi lehine çevirmek ve ölçek ekonomisi yoluyla hem hız hem de büyüklüğünü artırarak pazar payını artırmak isteyen Adese ve Mercek 28.12.2007 tarihinde resmi olarak birleşti.

Birleşme, iki büyük perakende firmasının uluslararası ticari gelişmelerin de etkisiyle birim, maliyet, alım satım politikaları, satım teknikleri, kaliteli eleman yetiştirilmesi,

lojistik konularında avantaj sağlanarak, bu avantajların doğal olarak nihai tüketicilere yansıtılması amacı ile gerçekleştirilmiştir (www.adese.com.tr, 2010).

IV.2.3. Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

2008 yılı sonu itibariyle Adese'nin ortaklık yapısına bakıldığında İttifak Holding %66,2'lik doğrudan ortaklık oranı ile en büyük ortak olarak gözükürken Big Planlama ve Seha İnşaat sırasıyla %21,2 ve %12,6'lık paylara sahiptirler. İttifak Holding, doğrudan ve dolaylı olarak Adese AVM A.Ş.'nin %99,8'ine sahip bulunmaktadır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Sekil 4.1. Ortaklık Yapısı

Adese AVM, 2009 yılı itibariyle gayri faal olan Konestaş Gıda San. A.Ş.'nin %99'una, değirmen ve testere imalatı alanında faaliyet gösteren İmaş Makine San. A.Ş.'nin %2'sine, gayrimenkul kiralama ve satışı gerçekleştiren Aden Gayrimenkul Tic. A.Ş.'nin %10,9'una, reklam sektöründe faaliyet gösteren Elite Danışmanlık LTD. ŞTİ'nin %80'ine, alışveriş merkezleri yönetim organizasyonlarında faaliyet gösteren Kule Yönetim A.Ş.'nin %99'una, oto kiralama ve satışı gerçekleştiren İrent Oto A.Ş.'nin %23'üne iştirak ederken 2009 yılında gerçekleşen hisse alımı ile birlikte Şirket, İttifak Holding hisselerinin %5,8'ine sahip olmuştur.

Tablo 4.1. Bağı Ortaklıklar

BAĞLI ORTAKLIK İSMİ	FAALİYET KONUSU	KURULUŞ TARİHİ	SERMAYE (TL)	İŞTİRAK PAYI
KONESTAŞ UNLU GIDA SAN.A.Ş.	UNLU MAMULLER	1975	6.194.651	99,97%
İMAŞ MAKİNA SAN.A.Ş.	DEĞİRMEN VE TESTERE MAK. İMALATI	1989	1.000.000	2,00%
ADEN GAYRİMENKUL YON.YAT. TİC.A.Ş.	GAYRİEMNKUL KİRALAMA VE SATIŞ	1999	500.000	10,98%
ELİTE DANIŞMANLIK LTD.ŞTİ.	REKLAM VE TABELACILIK HİZMET.	1996	20.000	80,00%
KULE YÖNETİM ORG.DAN.A.Ş.	YÖNETİM ORGANİZSYON	2000	500.000	99,60%
İTTİFAK HOLDİNG A.Ş.	YÖNETİM DENETİM	1993	10.000.000	5,83%
İRENT OTO KİRALAMA A.Ş.	OTO KİRA,BAKIM VE SATIŞI	1996	3.000.000	23,07%

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

IV.2.4. Birleşme Öncesi ve Sonrası Karşılaştırmalı Durum Analizi

İşletmelerin performans ölçümlerinin yapılmasında kullanılan en temel iki yöntemden ilki firmaların kendi performanslarını başka firmalarla karşılaştırması şeklinde yapılan subjektif ölçekler kullanmak (Golden, 1992:145-158), ikincisi ise, firmanın performans boyutunun kesin ölçütlerini dikkate alan objektif ölçeklerin kullanılmasıdır (Cronin ve diğ., 1998:55-68). Bu çalışmada birleşme yoluyla büyüme stratejisi izleyen bir perakende mağazası için performansın en önemli belirleyicileri olduğu düşünülen mağaza ve müşteri sayısı, pazar payı, satışlar ve ciro gibi objektif ölçekler dikkate alınmıştır. Araştırmanın bu bölümünde adı geçen ölçeklerin birleşme öncesi ve birleşme sonrası karşılaştırmalı tabloları yapılarak birleşmenin bu ölçekler bazında işletme performansına etkisi incelenmiştir. Ayrıca yer yer sektördeki rakip firmalarla karşılaştırılması sureti ile subjektif değerlendirmeler de yapılmıştır.

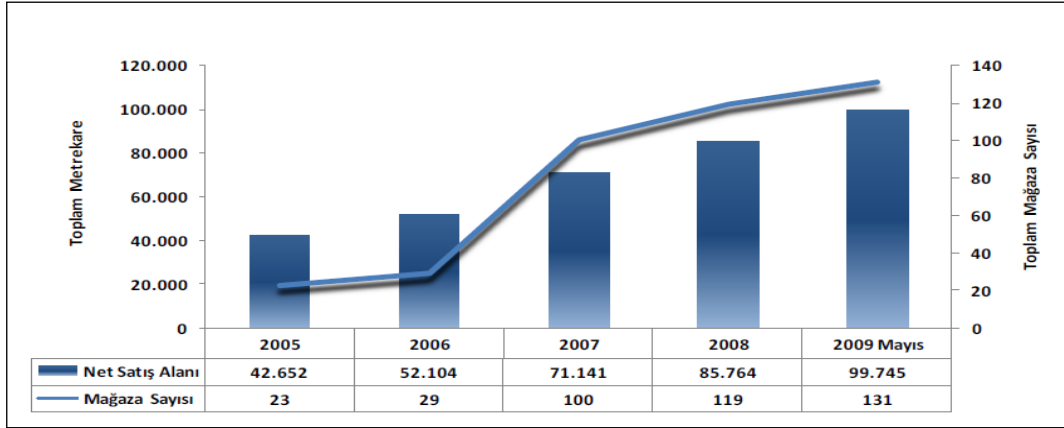
IV.2.4.1. Mağazalar ve Müşteri Sayıları

2005 yılında 23 mağazaya sahip olan Adese, 2009 Mayıs ayı itibariyle 131 mağazaya ulaşırken perakende noktalarındaki temel büyüme 2007 yılının Aralık ayında Mercek mağazaları ile olan birleşme ile başlamıştır. Bir İttifak Holding şirketi olan

Mercek A.Ş.'nin mağazalarının ortalama 500 metrekarenin altında olması, birleşme sonrası bu mağazaların Adese'nin soft-discount segmenti olan "Adesem" lere dönüşmesine sebep olmuştur. 2007 yılında mağaza sayısında %244'lük büyüme sağlanmasına karşın metrekare büyümesinin sadece %36,5 olarak gerçekleşmesinin en büyük nedeni de budur. 2008 yılında Adese, 19 mağaza açarak mağaza sayısını %19 büyütürken açılan mağazaların 10'u indirim mağazacılığı sektörüne hitap eden Adesemler' dir. 2008'de yaşanan küresel finans krizinin de etkisiyle tüketiciler sık ama daha az harcama yapabildikleri ve yerleşim yerlerine yakın indirim mağazalarını tercih ederlerken bu durumun yarattığı talebi karşılayabilmek için şirket, indirim mağazacılığına önem vermiş ve Adesem sayılarını artırma kararı almıştır.

Şirket, 2009 yılının ilk 5 ayı itibariyle 12 mağaza daha açarak mağaza sayısını 131'e çıkarırken açılan mağazaların tamamının 500 metrekarenin üzerinde yer alan Adese mağazası olması net satış alanının 2008 sonuna göre %16,3 gibi yüksek bir oranda yükselmesini sağlamıştır. Şirket Konya ve Ankara'da mağazaları ile önemli bir etkinliğe sahipken özellikle Marmara bölgesinde zayıf kalması önemli bir risk unsuru olarak algılanmış ve yönetim tarafından Marmara bölgesinde büyüme kararı alınmıştır. Bilindiği üzere Türkiye'deki tüm perakende devleri satın alma gücü ve refah düzeyinin yüksekliğinin yanı sıra tüketim alışkanlıkları ile tüm Türkiye'ye yön veren Marmara bölgesinde öncelikli büyüme stratejisi gütmektedir.

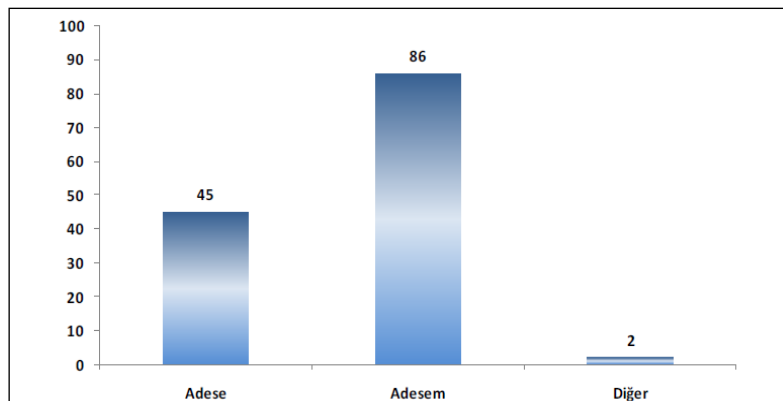
Buna ek olarak yaşanan krizde firmaların likidite sıkıntısı içerisine girmesi ve varlık fiyatlarının bu süreçte gerilemesi Şirket'in satın almalar ile büyümesine olanak sağlamış ve 2009 yılının ilk çeyreğinde Prestij Mağazalar Zinciri'nin Marmara bölgesindeki 11 mağazası varlık devri yolu ile satın alınmış ve yüksek metrekareleri nedeniyle Adese mağazaları olarak hizmet vermeye başlamışlardır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.2. Net Satış Alanı- Toplam Mağaza Sayısı

Şekle göre net satış alanı 2005 yılında 42.652 metrekareyken cari dönemde açılan mağazalara paralel önemli bir büyüme sergilediği ve %133 oranında büyüyerek 99.745 metrekareye ulaştığını görülmektedir. 2007 yılında 500 metrekarenin altındaki Mercak mağazalarının Adese bünyesine katılması ile net satış alanı %36 oranında büyürken 2008 yılında toplam ticari alan 85.764 metrekareye ulaşmış ve %20'lik bir büyüme sergilemiştir.



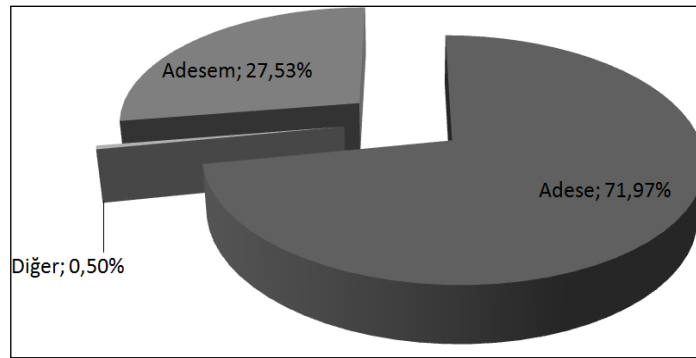
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.3. Mağaza Sayısı

Şekle göre 2009 Mayıs itibariyle mevcut duruma bakıldığında şirketin cari

dönemde 131 gıda perakendeciliği mağazası, 1 restoranı ve 1 de ayakkabı mağazası bulunmaktadır. 131 mağazanın 86'sı 500 metrekarenin altında, kriz döneminde perakende pazarından pay kapmaya devam eden soft-discount segmentine hitap eden, yerleşim yerlerine yakın, daha az çeşit ve temel ihtiyaçları ürün portföyünde barındıran, gıda dışı ürünlere mağaza formatında yer vermeyen ve maliyetleri düşürücü uygulamaların ön planda olduğu "Adesem" mağazalarından oluşmaktadır. Bu mağazaların sektördeki en büyük rakipleri DiaSA, Şok ve Bim mağazaları olarak gösterilebilir.

Şirket, bünyesinde 45 Adese mağazası barındırmakta ve bu mağazalar ortalama 500 metrekarenin üzerinde yer almaktadır. Adeseler, Adesemlere göre daha çok ürün çeşidini bünyesinde barındıran, mağaza başı daha çok personelin çalıştığı, daha pahalı ve cadde kenarlarında konuşlanan, sektördeki en büyük rakipleri CarrefourSA ve Migros olan ve gelirlerinin yaklaşık %25'i gıda dışı ürün satışlarından kaynaklanan mağazalardan oluşmaktadır.

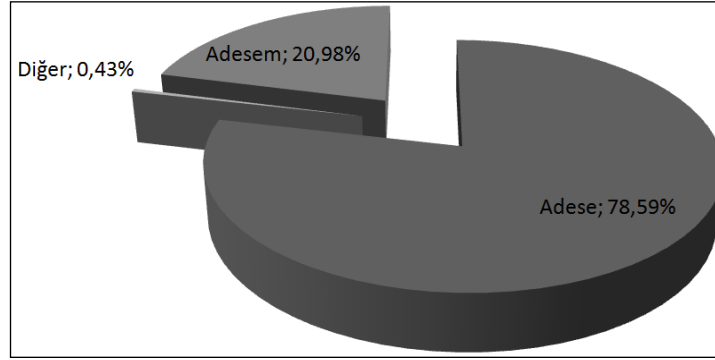


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.4. Aralık 2008 Mağaza Metrekare Dağılımı

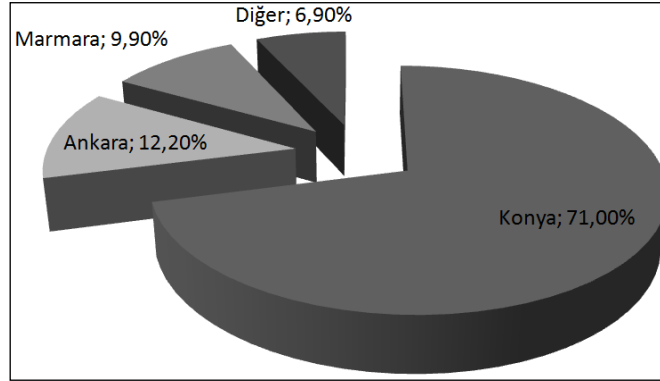
2008 sonu itibariyle 85 bin metrekare net satış alanına sahip olan Şirket'in toplam ticari alanının %71,9'unu Adese mağazaları oluştururken %27,5'i Adesem mağazalarından oluşmaktadır. 2009 yılı Mayıs ayı itibariyle tamamı Adese mağazası olarak hizmet vermeye başlayan Prestij mağazalarının devri sonrasında toplam net satış

alanının %78,6'sı Adese mağazalarından oluşur hale gelmiştir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.5. Mayıs 2009 Mağaza Metrekare Dağılımı



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

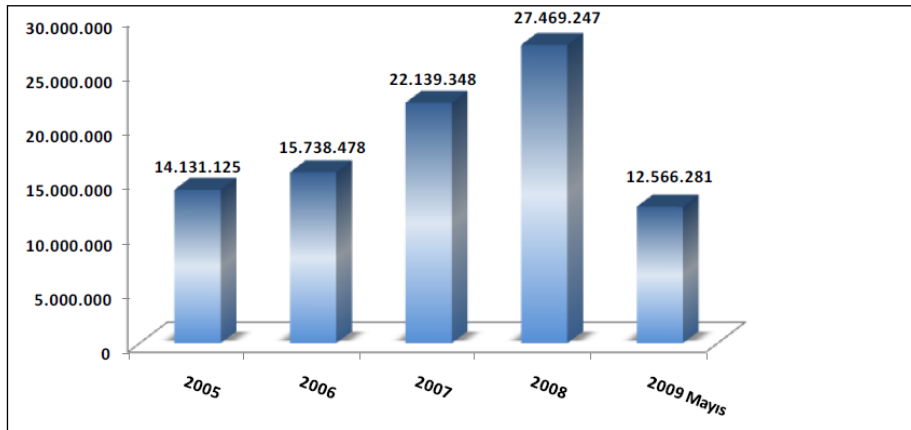
Şekil 4.6. Mağaza Sayılarının Bölgesel Dağılımı

2009 Mayıs ayı itibariyle Şirket mağazalarının 3 büyük bölgede yoğunlaştığı gözlemlenmektedir. Son 3 yıla bakıldığında Konya ve Ankara bölgesinde mağazalaşma ağı hızla artarken cari dönemde Marmara bölgesinde önemli bir gelişim süreci yaşanmaktadır. 131 mağazanın %71'i Konya'da, %12,2'si Ankara'da konuşlanırken Prestij operasyonu sonrasında Marmara bölgesindeki mağaza sayısı 13'e yükselmiş ve Marmara'daki toplam mağaza sayısı içindeki oranı %9,9 olmuştur.

Tablo 4.2. Mağaza Sayıları

Mağaza Sayısı	2006	2007	2008	2009-Mayıs
KONYA	79	89	92	93
ANKARA	4	4	16	16
MERSİN	3	3	5	5
MARMARA	0	0	2	13
AKSARAY	0	2	2	2
KARAMAN	0	2	2	2
DENİZLİ	1	0	0	0
TOPLAM	87	100	119	131

Kaynak: Adese AVM A.Ş.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.6. Yıllık Müşteri Sayısı

Şirket mağazalarının gelişimine paralel artan marka değerinin de etkisiyle 2008 yılında müşteri sayısının arttığı görülmektedir. 2005 yılında Mercek mağazaları dâhil 14,1 milyon müşteriye sahip olan Adese, 2008 yılında toplam müşteri sayısını kümülâtifte %94 oranında artırarak 27,4 milyon kişiye ulaşmıştır. Müşteri sayısı en hızlı gelişimini 2007 yılında sergilerken net satış alanının %20 arttığı 2008 yılında toplam müşteri sayısı %24 artarak 27,4 milyon adede yükselmiştir. 2009 Mayıs ayı itibariyle Adese mağazalarını yaklaşık 12,5 milyon müşteri ziyaret ederken yaşanan krizle birlikte

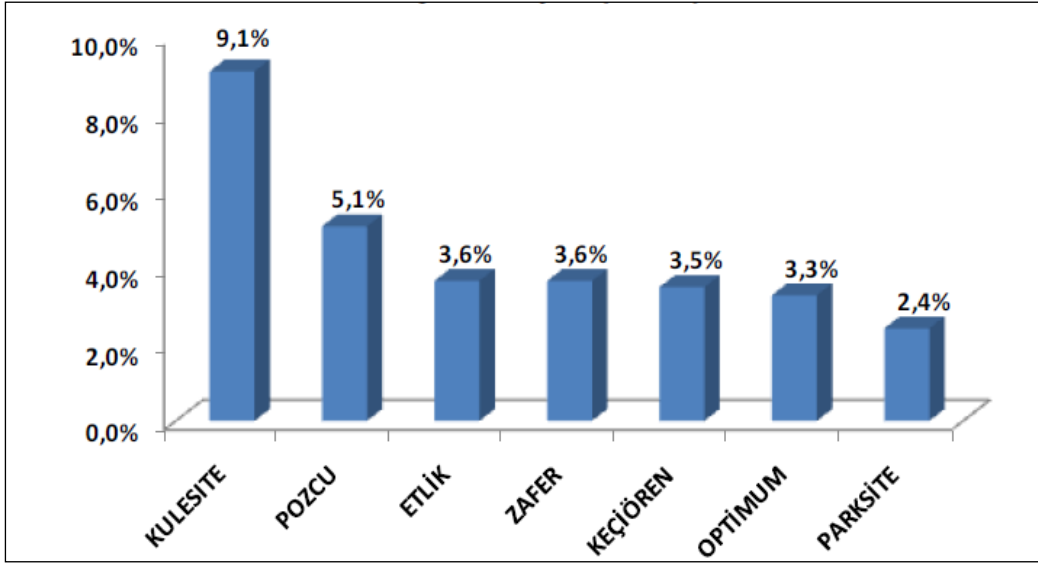
tüketici harcamaları ve sepet değerlerinin azalmasına rağmen müşteri sayısının arttığı görülmektedir. Krizle birlikte daha küçük sepet değerlerinde alışveriş yapan tüketiciler nakitte kalabilmek adına sepet başı harcamalarını kısırlarken alışveriş sıklıklarını arttırmışlar bu durum sonucunda şirketin toplam müşteri sayısında bir artış yaşanmıştır. Buna ek olarak Adese'nin ülke çapında mağaza ağıyla birlikte bilinirliği ve marka değerinin yükselmesi müşteri sayısını etkileyen bir diğer unsur olarak ele alınabilir.

Tablo 4.3. Müşterilerin Mağazalara Göre Dağılımı

Mağaza Müşteri Sayıları	2006	2007	2008
KULESITE	2.663.266	2.532.789	2.495.169
POZCU	1.702.986	1.729.150	1.388.881
ETLİK	1.231.691	1.142.563	999.985
ZAFER	1.116.278	1.093.674	997.806
KEÇİÖREN	1.054.915	1.011.327	954.497
OPTİMUM	821.129	931.492	897.100
PARKSITE	0	427.122	660.456

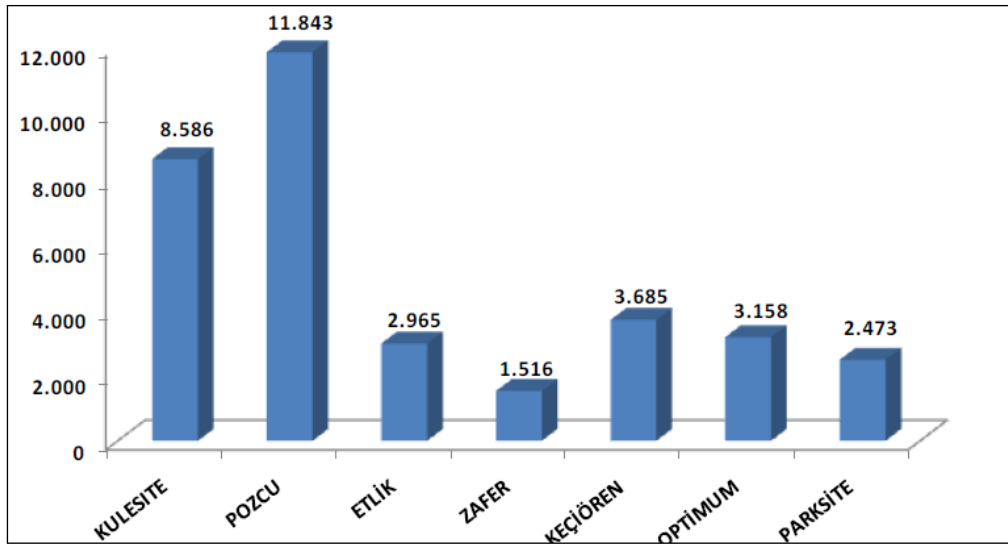
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Müşterilerin mağazalara göre dağılımına bakıldığında ise 7 büyük Adese mağazasında tüm müşterilerin yaklaşık %30'unun yoğunlaştığı gözlemlenmektedir. Şirket'in gelirleri açısından en büyük mağazası olan Kule Site Adese mağazasını 2008 yılında yaklaşık 2,4 milyon müşteri ziyaret ederken bu rakam toplam müşteri sayısının %9,1'ine karşılık gelmektedir. Müşteri sayısı açısından Şirket'in en büyük 2. mağazası ise yaklaşık 1,4 milyon müşterisi ile Pozcu mağazasıdır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

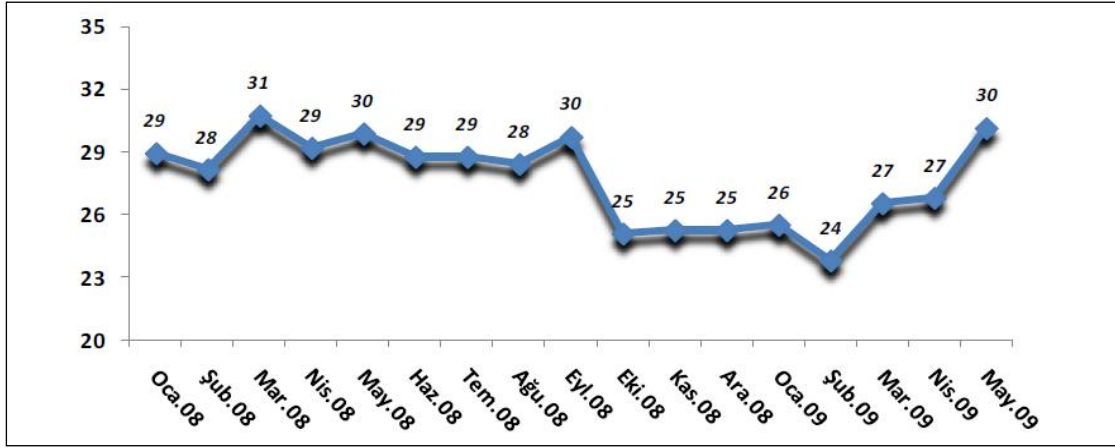
Şekil 4.7. Toplam Müşteri Sayısının Dağılımı (2008)



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.8. Büyük Mağazanın Net Satış Alanı(m2)

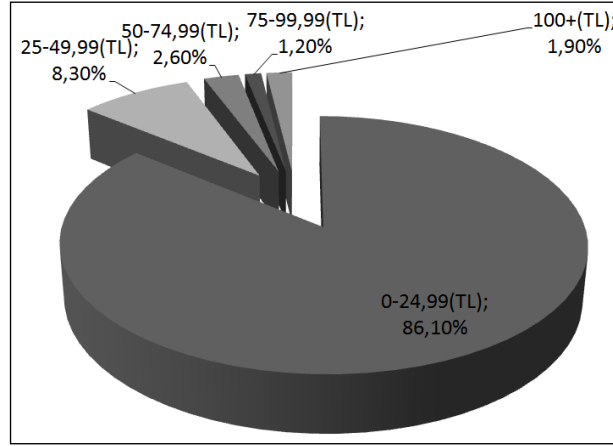
Toplam müşteri sayısının %30'unun 7 büyük mağazada yoğunlaşması önemli bir risk unsuru olarak görülmemektedir. Zira bu mağazalar net satış alanları itibariyle de toplam ticari alanın yaklaşık %34'ünü oluşturmaktadırlar.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.9. Metrekare Başı Müşteri Sayısı

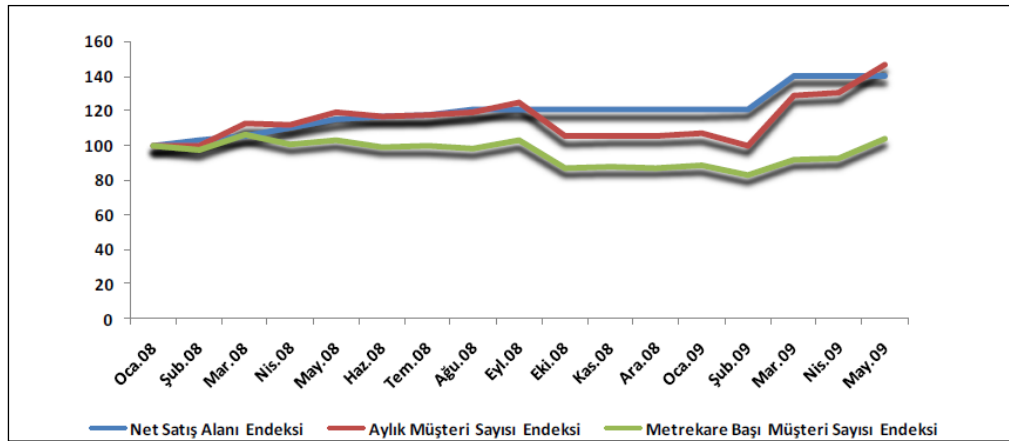
Aylar itibariyle metrekare başı müşteri sayısına bakıldığında; 2008 yılında Eylül ayına kadar metrekare başı müşteri sayısı ortalama 29 olarak gerçekleşirken, krizin Türkiye’de keskin bir şekilde hissedilmeye başladığı Ekim ayında mağazalarda metrekareye düşen müşteri sayısı Ramazan ayında 30 olan seviyesinden birden 25’e gerilemiş ve mevsimselliğin de etkili olduğu 2009 Şubat’ta 24 ile son 1 yılın dip seviyesini görmüştür. 2009 yılının Mart ayı ile birlikte küresel krizin etkilerinin bir miktar durgunlaşması ve artan tüketici güveninin yanı sıra Adese’nin Marmara bölgesindeki Prestij mağazalarını satın alması ile yükselen marka bilinirliği mağazalarda metrekare başına düşen müşteri sayısına olumlu yansımış Mayıs 2009 itibariyle 30 seviyesine ulaşmıştır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.10. Sepet Değerine Göre Müşteri Yoğunluğu

2009 yılının ilk çeyrek rakamlarına göre Adese müşterilerinin sepet büyüklüğüne bakıldığında müşterilerin %86,1'i 0-25 TL aralığında alışveriş gerçekleştirirken %8,3'ünün sepet değeri 25-50 TL bandında seyretmiştir. 100 TL üzerinde alışveriş yapanların oranı ise %1,9 seviyesindedir.

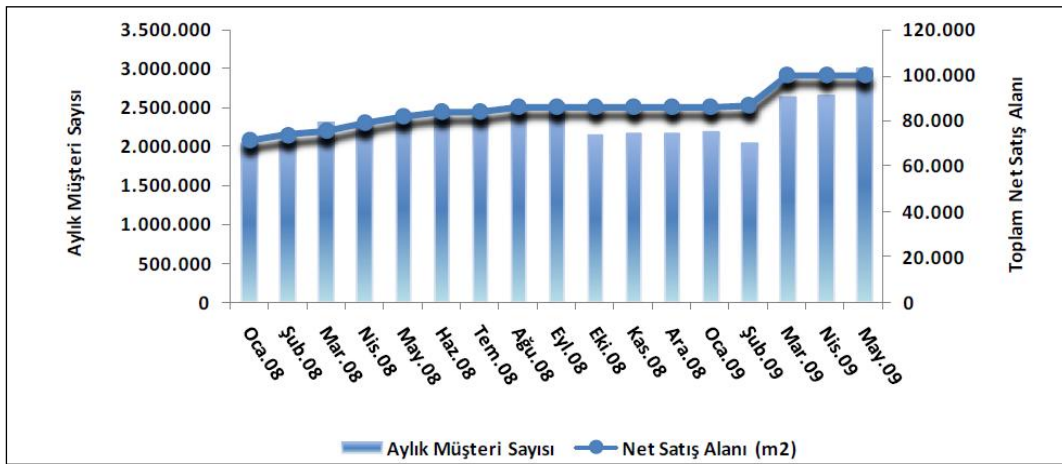


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.11. Endeksler (Net Satış Alanı-Aylık Müşteri Sayısı-m² Başına Müşteri Sayısı)

Ocak 2008-Mayıs 2009 döneminde net satış alanı endeksi önemli bir artış gösterirken temel kırılmanın Mart 2009'da Prestij operasyonu ile gerçekleştiğini görmekteyiz. Net satış alanı artışına paralel aylık müşteri sayısı endeksi Ekim 2008'e

kadar sürekli artarken bu dönem sonrası yaşanan krizle birlikte endeks önemli bir gerileme sergilemiş; bu süreçte yatırımlara ara verildiğinden dolayı satış alanı endeksi sabit kalmıştır. Şubat 2009 sonrası net satış alanı endeksindeki artışa paralel aylık müşteri sayısı endeksi de bir yükseliş trendine girmiştir. Mart 2009'da satış alanı endeksi %15,7 artarken müşteri sayısı endeksi %29'luk bir yükseliş sergilemiş; benzer durum Nisan ve Mayıs aylarında da gözlenmiş müşteri sayısı endeksi satış alanı endeksinden daha keskin yükselmiştir. Marmara bölgesinde yapılan yatırım atağının yanı sıra tüketici güven endekslerinde görülen iyileşmenin etkisi ve artan marka bilinirliği bu durumu tetikleyen ana unsurlar olarak gösterilebilir.



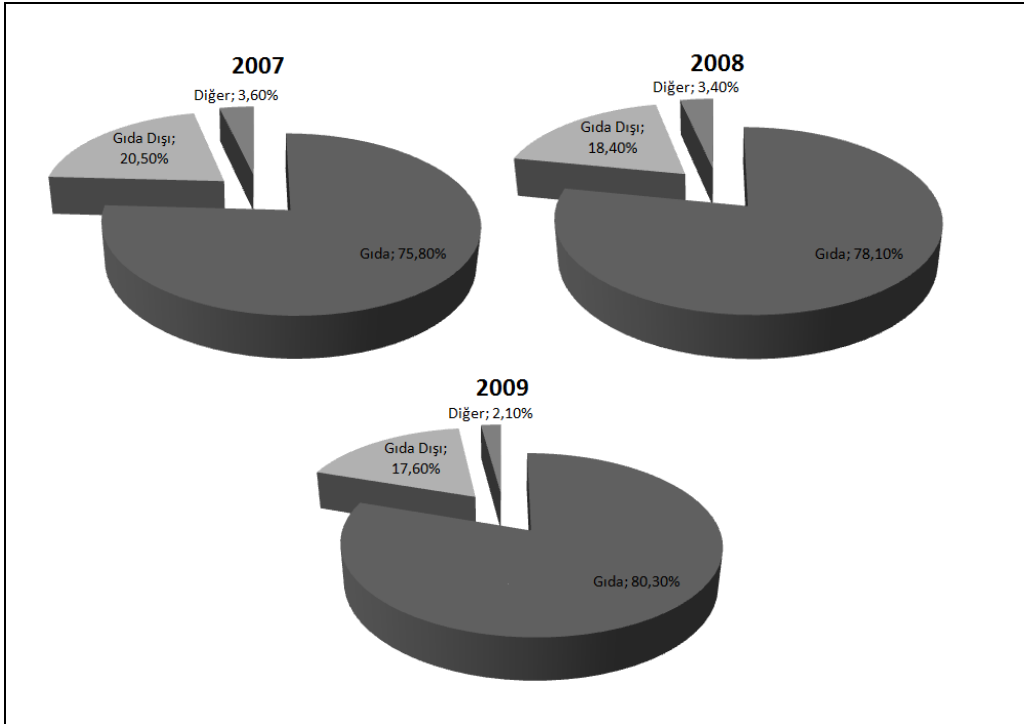
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.12. Aylık Müşteri Sayısı-Toplam Net satış Alanı

IV.2.4.2. Satışlar ve Ürünler

Şirket'in perakende operasyon satışları hızlı tüketim ürünleri, gıda dışı ürün grubu ve diğer ürün grubu satışlarından kaynaklanırken 2008 yılı itibariyle gelirlerin %78,1'i hızlı tüketim grubu satışlarından oluşmuştur. 2008 yılında gıda dışı ürünlerin ciro payı %18,4 olarak kaydedilirken diğer ürün grubu satışları toplam cironun %3,4'ü seviyesinde yer almıştır. Ciro kırılımının 2007'ye göre değişimine bakıldığında ise gıda

dışı ve diğer ürünler grubunun toplam ciro içerisindeki payı küçülürken yaşanan krizin etkisiyle tüketicilerin lüks tüketim ürün grupları ve temel ihtiyaçlar dışına ayırdıkları harcama kaleminin küçülmesi sonucunda gıda cirosunun payının arttığını görmekteyiz. 2009 yılında bu durum daha da keskinleşmiş; gıda dışı ürün grubunun toplam ciro içerisindeki oranı %17,6'ya gerilemiştir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.13. Ürün Kategorilerine Göre Ciro Kırılımı

2008 yılında Adese, hızlı tüketim ürün satışlarından 316,6 milyon TL gelir elde ederken bu rakam 2007 yılına göre %12,3'lük bir büyümeye işaret etmektedir. Ürün grupları arasında manav gelirleri %42,5 ile en hızlı büyümeyi gösterirken temel gıda ürün grubu %12 oranında büyüyerek 178,3 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in 2008 yılı içerisinde outsource olarak mağazalarda yer alan bazı manavları devralması manav cirosundaki artışın en büyük nedeni olarak açıklanabilir. Et ürünleri cirosu ise krizin de bir miktar etkisiyle %1,3 daralmış ve 36,5 milyon TL olarak kaydedilmiştir. 2008 yılı

itibariyle hızlı tüketim grubu satışlarında en büyük kalemi gıda ürünleri oluştururken; manav ürünleri ve et ürünleri diğer büyük kalemler olarak gözükmetedirler. Ürün gruplarının ciro payına bakıldığında 2009 Mayıs itibariyle manav cirosu toplam ciro içerisindeki payını 2008 yılına göre yaklaşık 2 puan artırarak %11,6'ya ulaşırken temel gıda grubunun ciro payı %42,9 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında toplam cirodan %9,9 pay alan et ürünlerinde görülen gerileme 2009 yılında devam etmiş ve bu oran %8,7'ye kadar çekilirken hızlı tüketim ürün gelirleri 139,6 Milyon TL olarak kaydedilmiştir.

Tablo 4.4. Satışların Ürün Grubuna Göre Dağılımı

SATISLAR (TL)	2007	Oran	2008	Oran	2009 Mayıs	Oran
ET URUNLERI	36.915.835	9,9%	36.452.847	9,0%	15.129.489	8,7%
FIRIN	8.792.935	2,4%	9.423.894	2,3%	4.452.469	2,6%
GIDA	158.960.313	42,8%	178.375.618	44,0%	74.612.270	42,9%
KAGIT GRUBU	13.284.947	3,6%	14.185.045	3,5%	6.570.641	3,8%
KISISEL TEMIZLIK URUNLERI	9.326.672	2,5%	10.433.763	2,6%	4.922.187	2,8%
KOZMETIK	7.751.202	2,1%	8.426.331	2,1%	3.420.162	2,0%
MANAV	26.482.594	7,1%	37.740.442	9,3%	20.184.279	11,6%
TEMIZLIK URUNLERI	20.456.346	5,5%	21.617.848	5,3%	10.357.960	6,0%
HIZLI TÜKETİM ÜRÜNLERİ TOPLAMI	281.970.844		316.655.789		139.649.457	
TOPLAM CİRO	371.782.665		405.259.098		173.945.680	

SATIŞLAR (TL)	2007	2008	2009 Mayıs
TOPLAM	307.515.367	405.259.098	173.945.680
TOPLAM - Diğer hariç	358.312.667	391.413.141	170.230.812
TOPLAM - Kömür Hariç	364.562.332	399.581.329	173.593.228

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

2008 yılı itibariyle gıda dışı ürün grubu önceki yıla göre %2,1 oranında gerileyerek 74,7 milyon TL gelir yaratırken, gerilemedeki en büyük neden ses ve görüntü ürünlerinde yaşanan yaklaşık %35'lik azalmadır. Bu gerileme 2009 Mayıs itibariyle de sürmüş, ses ve görüntü ürünlerinin 2008 sonunda %1,3 olan ciro payı %1,1'e gerilemiştir. Hırdavat, züccaciye ve deri ürünlerindeki daralma gıda dışı ürün grubundaki gerilemeyi desteklerken en yüksek ciroya sahip olan konfeksiyon ürünlerindeki %5,1'lik artış; ayakkabı, halı mobilya ve kitap kırtasiye ürün satışlarındaki olumlu seyir gıda dışındaki daralmanın

sadece %2,1 seviyesinde kalmasında etkili olmuştur.

Yaşanan krizin etkisiyle tüketicilerin lüks ürün kategorisine girebilecek ürün tercihlerinde görülen keskin düşüş bu gerilemeyi açıklarken temel ihtiyaçlar sınıfında değerlendirilemeyecek oyuncak grubundaki yatay seyir tüketicilerin krizi çocuklarına hissettirmemeye çalıştıkları şeklinde yorumlanabilir. 2009 Mayıs sonu itibariyle mevsimselliğin de etkisiyle konfeksiyon ve kitap kırtasiye ürün grubu cirosunun toplam ciro içerisinde önemli bir gerileme yaşanırken züccaciye ürünlerindeki iyileşme de dikkat çekmektedir. Gıda dışı ürünlerin 2009 Mayıs cirosu 30,6 milyon TL olarak gerçekleşirken ciro payı 2008 sonuna göre yaklaşık 2 puan gerilemiş ve %17,6 olarak kaydedilmiştir.

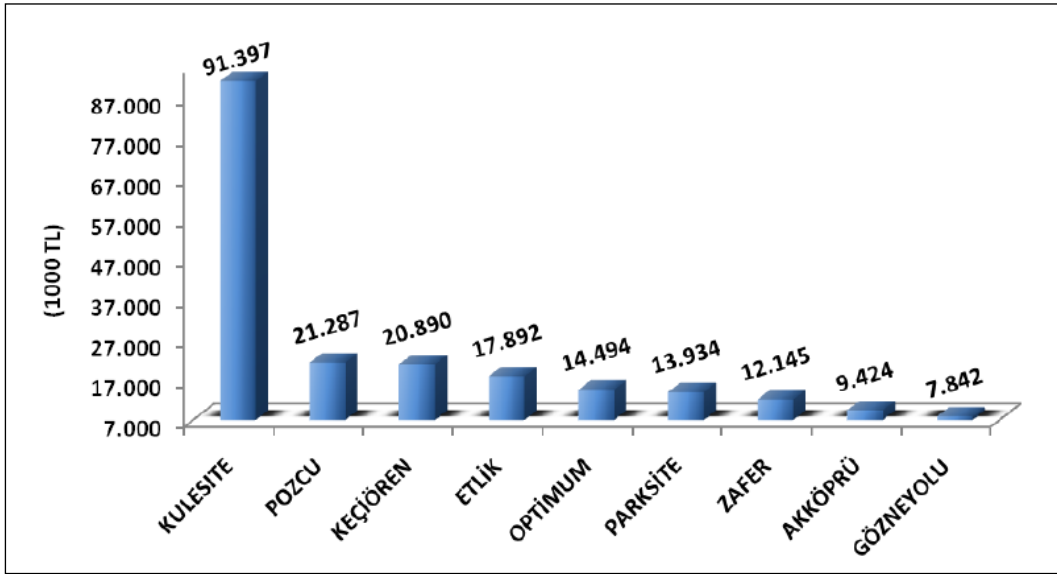
Tablo 4.5. Gıda Dışı Ürün Satışları

SATISLAR (TL)	2007	Oran	2008	Oran	2009 Mayıs	Oran
AYAKKABI	6.756.592	1,8%	7.118.741	1,8%	3.251.774	1,9%
BAHCE VE HAYVAN MALZ.	154.593	0,0%	180.467	0,0%	97.781	0,1%
BILGISAYAR URUNLERI	1.419.457	0,4%	1.680.437	0,4%	1.010.199	0,6%
DERI GRUBU	1.995.214	0,5%	1.806.797	0,4%	572.967	0,3%
DAYANIKLI TUKETIM	7.894.272	2,1%	7.928.736	2,0%	3.079.274	1,8%
ELEKTRIK URUNLERI	2.460.531	0,7%	2.422.018	0,6%	913.831	0,5%
EV TEKSTILI	2.723.718	0,7%	2.834.609	0,7%	1.282.988	0,7%
HALI MOBILYA	2.451.120	0,7%	2.740.908	0,7%	1.295.055	0,7%
HIRDAVAT	927.670	0,2%	755.246	0,2%	268.234	0,2%
KISISEL AKSESUAR	323.038	0,1%	390.336	0,1%	208.432	0,1%
KONFEKSİYON	17.984.289	4,8%	18.904.067	4,7%	7.394.140	4,3%
KITAP VE KIRTASIYE	5.252.423	1,4%	5.681.273	1,4%	1.733.832	1,0%
OTO URUNLERI	1.404.980	0,4%	1.423.692	0,4%	531.322	0,3%
OYUNCAKLAR	2.703.140	0,7%	2.676.181	0,7%	1.103.180	0,6%
SES VE GORUNTU URUNLERI	7.921.305	2,1%	5.157.051	1,3%	1.880.360	1,1%
SPOR MALZEMELERİ	1.097.571	0,3%	1.114.621	0,3%	386.277	0,2%
ZUCCACIYE	12.871.911	3,5%	11.942.173	2,9%	5.571.710	3,2%
GIDA DIŞI TOPLAMI	76.341.823		74.757.352		30.581.355	
TOPLAM CİRO	371.782.665		405.259.098		173.945.680	

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

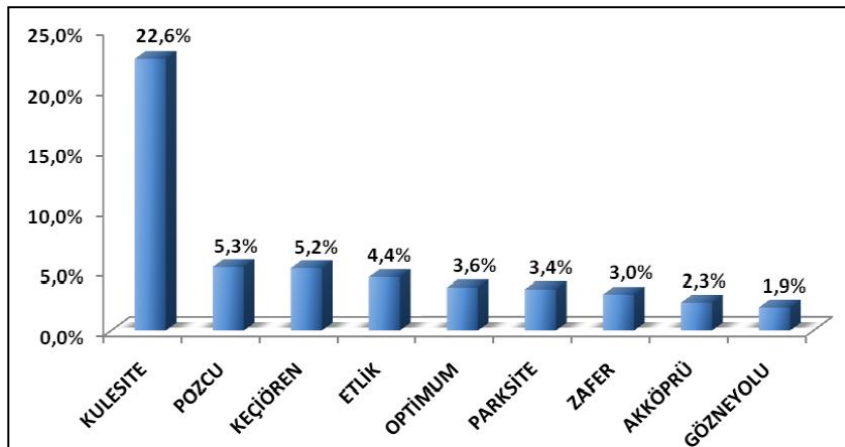
2008 yılı itibariyle Adese AVM'nin en yüksek ciroya sahip mağazası 91,3 milyon TL ile Konya'daki Kule site Adese mağazası olurken bu mağaza gelirinin toplam cirodan aldığı pay %22,6 olarak kaydedilmiştir. Tamamı Adese tipi mağaza olan en büyük 9

mağazanın toplam cirodan aldığı payın 2008 yılı itibariyle %51,7 olarak gerçekleştiği ve bu mağazaların 41.945 metrekarelik net satış alanı ile 2008 yılındaki toplam metrekarenin %51,5'ini oluşturduğu düşünüldüğünde önemli bir risk unsuru olarak görülmemektedir. Kule site, Pozcu, Keçiören, Etlik, Optimum, Parksite, Zafer, Akköprü ve Gözneyolu Adese mağazaları 2008 yılında toplamda 208,7 milyon TL gelir elde etmiş ve cironun yarısından fazlasını oluşturmuşlardır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

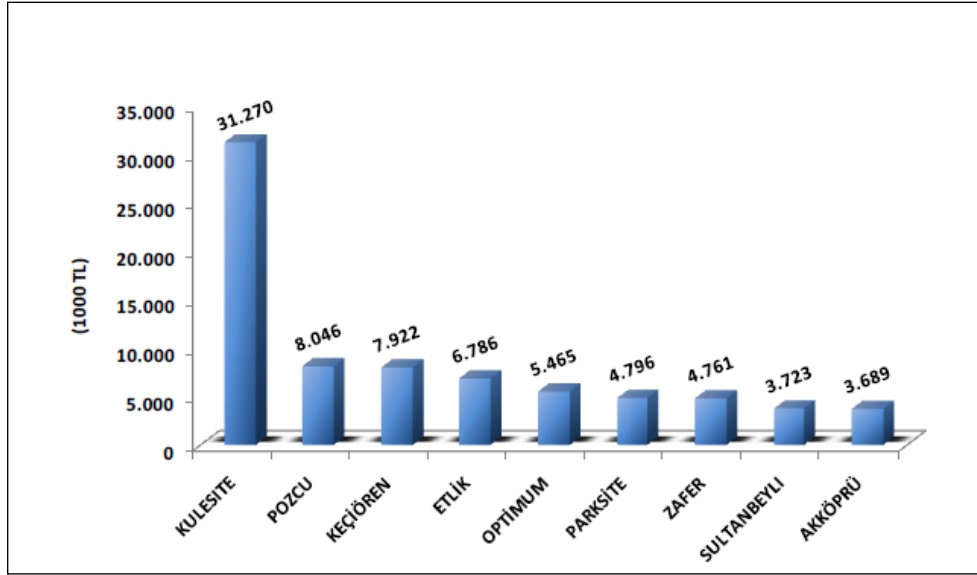
Şekil 4.14. En Fazla Ciroya Sahip Mağazalar ve Ciroları (2008)



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

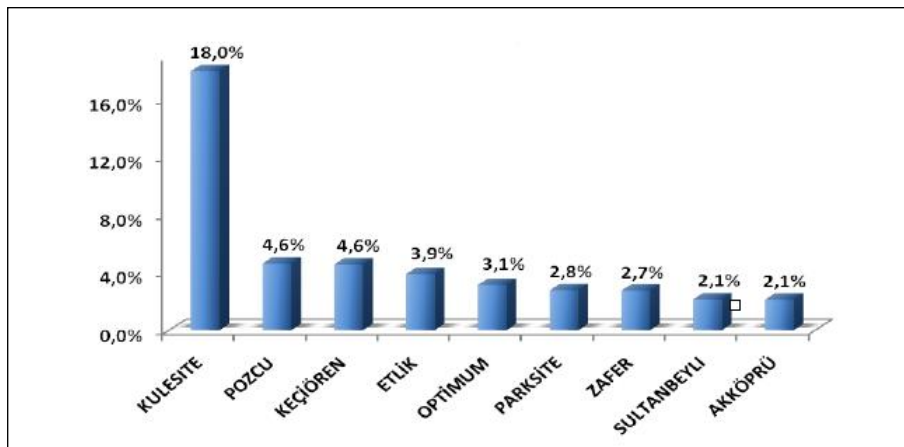
Şekil 4.15. En Fazla Ciroya Sahip Mağazaların Toplam Cirodan Aldıkları Pay (2008)

2009 yılının ilk 5 ayında Kule site mağazası 31,2 milyon TL'lik cirosu ile en büyük mağaza olma unvanını korurken en yüksek ciroya sahip 9 Adese mağazası toplam cironun %43,9'unu oluşturmuşlardır. 2009 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen Prestij operasyonu ile şirketin toplan net satış alanındaki %16'lık büyüme en büyük 9 mağaza cirosunun toplam ciro içerisindeki oranının %7,8 gerilemesinde etkili olduğu söylenebilir.



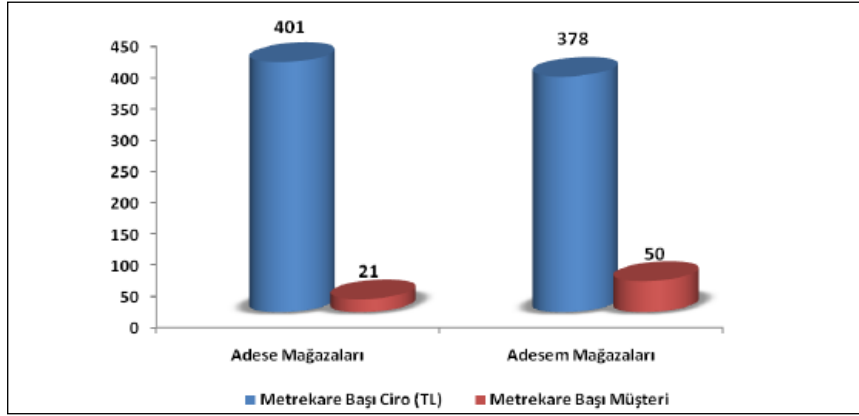
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.16. En Fazla Ciroya Sahip Mağazalar ve Ciroları (2009)



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 3.17. En Fazla Ciroya Sahip Mağazaların Toplam Cirodan Aldıkları Pay (2009 Mayıs)



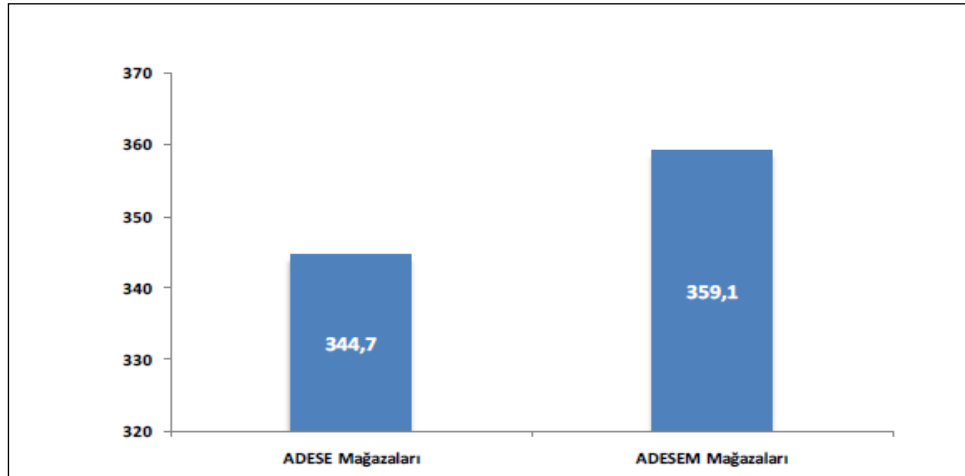
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.18. Adese ve Adesem Mağazaları Metrekare Başı Ciro ve Metrekare Başı Müşteri (2009 Mayıs)

Perakende sektöründe verimliliği ölçen en önemli gösterge olarak kabul edilen metrekare başı aylık ciroya Adese ve Adesem mağazaları için ayrı ayrı bakıldığında ise 2008 yılında bu rakam Adese mağazaları için 401 TL; Adesem mağazaları için de 378 TL olarak kaydedilmiştir. 2008 yılında krizin de etkisiyle 2007 yılına göre her 2 mağaza formatında da metrekareye düşen cirolar gerilerken 2008 yılında Adese mağazaları indirim mağazalarına göre daha verimli bir yıl yaşamış; 2009 yılında ise Adese ve Adesem mağazalarında metrekareye düşen aylık cirolardaki küçülme devam etmiştir. Daha fazla çeşit barındıran, temel ihtiyaçlar dışındaki ürünlere portföyünde önemli oranda yer veren ve gıda dışının toplam cirodan ortalama %25 pay aldığı Adese mağazalarının metrekare başı cirosu 2009 Mayıs'ında 2008 verilerine göre %14,2 gerileyerek 344,7 TL olarak kaydedilirken Adesem mağazalarının metrekare başı cirosunda ise %5'lik bir daralma olmuş ve 359,1 TL olarak gerçekleşmiştir.

Yaşanan kriz ile birlikte gerileyen tüketici güveni ve düşen enflasyon ortamı metrekareye düşen gelirlerin küçülmesine neden olurken 2001 yılındaki krizde olduğu gibi indirim mağazacılığının kriz ortamında sektör içerisindeki payını artırması

nedeniyle Adesem mağazalarının metrekare başı geliri daha sınırlı bir gerileme yaşamıştır. Tüketicilerin kriz ortamında daha düşük gramajda ürünler satan ve markalı ürünlere göre daha ucuz olan özel markalı ürün cirosu daha yüksek olan indirim mağazalarını tercih etmesi bu sınırlı gerilemede önemli bir etken olarak görülmektedir. 2008 verilerine göre Adese mağazalarında metrekare başı müşteri sayısı 21 olarak gerçekleşirken Adesem mağazalarında bu rakam 50 kişi olarak kaydedilmiştir. Metrekaresi düşük indirim formatındaki mağazalara tüketici talebinin kriz ortamında artması metrekareye düşen müşteri sayısının 2 mağaza formatında bu denli farklı olmasını açıklamaktadır.

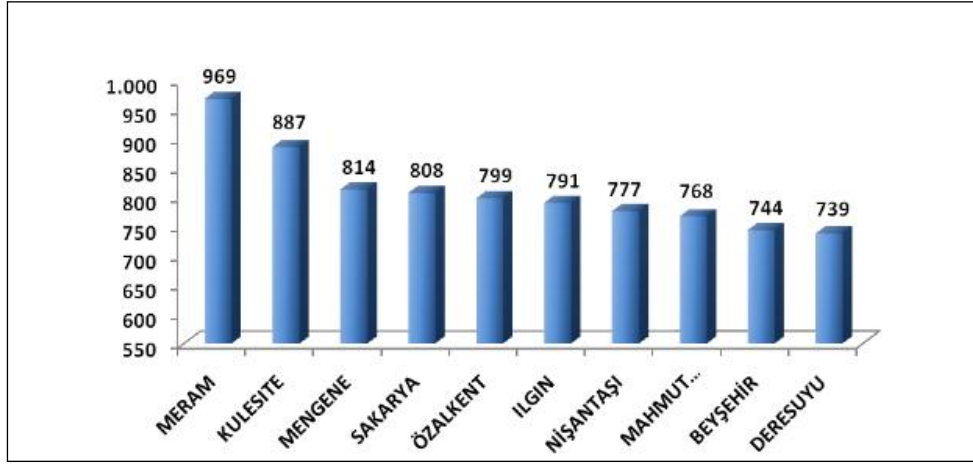


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.19. Ortalama Metrekare Başı Ciro (2009 Mayıs)

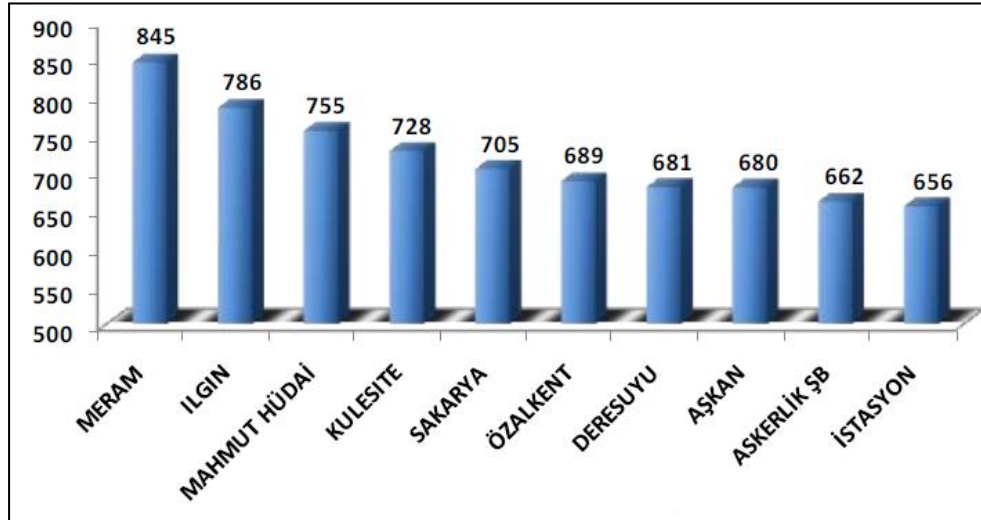
Verimlilik ölçümüne mağaza bazlı bakıldığında 2008 yılında aylık metrekare başı cirosu en yüksek olan mağaza 969 TL ile Meram mağazası olurken en fazla gelire sahip Kule Site mağazasının da 887 TL ile yüksek hacminin yanı sıra yüksek performans ile çalıştığını görmekteyiz. 2009 yılının Mayıs verilerine göre ise Meram Adese mağazasının birinciliği bırakmadığı fakat sıralamadaki tüm mağazaların metrekare başı gelirlerinin azaldığı gözlemlenmiştir. 2008 yılında metrekare başı cirosu en yüksek 9 mağazanın 5'i

Adesem mağazası olarak hizmet verirken 2009 yılında bu rakam 7'ye yükselmiştir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.20. Metrekare Başlı Ciro(2008)

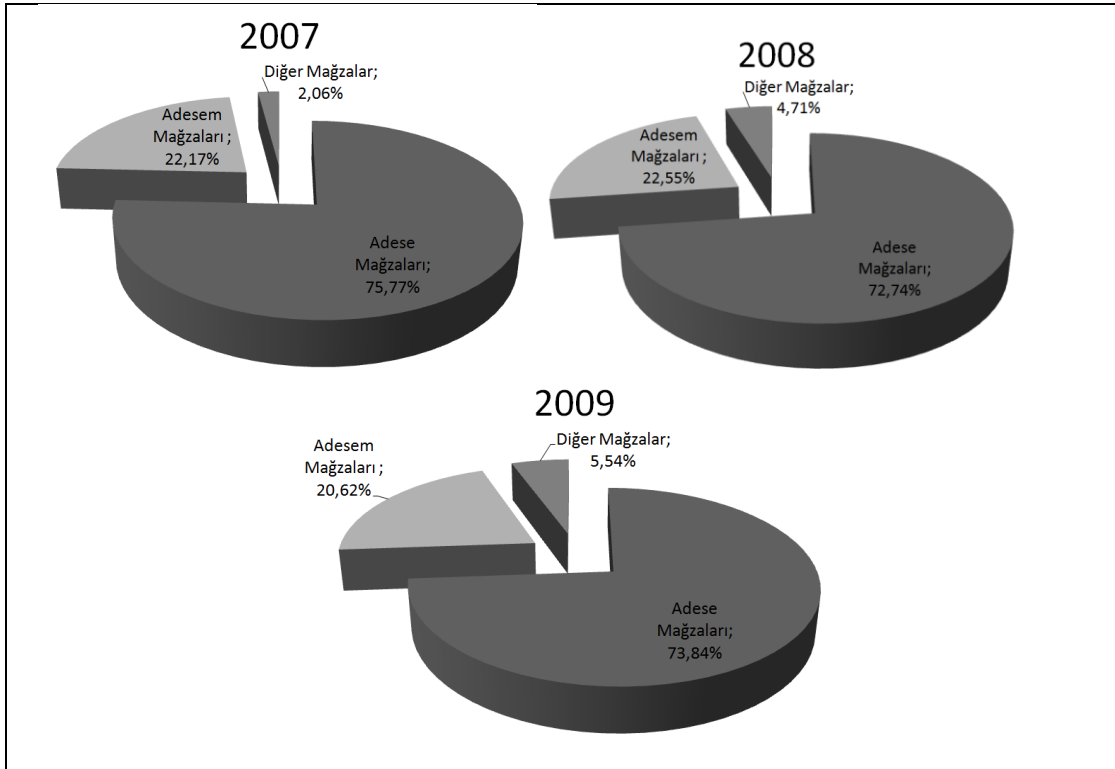


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.21. Metrekare Başlı Ciro(2009)

Şirket cirosunun mağaza tiplerine göre kırılımına baktığımızda 2007 yılında Adese mağazalarından elde edilen gelir toplam cironun %75,7'sini oluştururken 2008 yılında krizin de etkisiyle Adesem mağazalarına olan talep ve indirim mağazalarının daha verimli çalışmasının yanı sıra diğer mağazalardan elde edilen gelirlerdeki hızlı yükseliş sonrasında Adese mağazalarının cirosu toplam cironun %72,7'sine gerilemiş;

Adese ve Adesem dışındaki diğer mağazalardan elde edilen gelirler %4,7 seviyesinde yer almıştır. 2009 yılında ise tamamı yüksek ciro lu Prestij mağazalarının Adese olarak Şirket bünyesine katılmasından sonra Adese mağazalarının ciro payı %73,8'e yükselirken diğer mağaza gelirleri payının %5,5'e ulaştığını görmekteyiz.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.22. Mağazalara Göre Ciro Kırılımı

Şirket'in diğer gelirleri 2008 yılı itibariyle Repose ayakkabı mağazası, catering satışları, kömür satışları, manav satışları ve Kule Restoran gelirlerin oluşmakta olup 19 milyon TL seviyesindedir. 2008 yılında diğer gelirlerin toplam cirodaki payının 2007 yılına göre yaklaşık 2,7 puan artması ayakkabı mağazası ve Kule Restoran'ın 2008 yılında hizmete girmesi ve daha önce outsource olan manavların Şirket bünyesine katılmasıyla manav cirosunda meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır. Bu dönemler arasında catering satışları %55 oranında artarak 4,9 milyon TL'ye ulaşırken kömür operasyonundan kademeli olarak çıkma stratejisi doğrultusunda kömür satışları %30

gerilemiş ve 1,7 milyon TL olarak kaydedilmiştir.

2009 yılında ise catering satışlarındaki olumlu seyir ve Kule Restoran'ın artan pozitif etkisi nedeniyle diğer gelirler 9,6 milyon TL olarak gerçekleşirken ciro payı %5,5'e yükselmiştir. Şirket yaşanan kriz ortamında Adesem mağazaları ile sektörden pazar payı kaparken önümüzdeki yıllarda artması beklenen refah düzeyi ve lüks tüketime yatkın tüketici davranışları nedeniyle indirim mağazacılığından ziyade; yüksek cirolu, daha çok çeşit içeren ve gıda dışının ürün portföyünde önemli yer tuttuğu Adese tipi mağazalarda büyümeyi hedeflemektedir. Şirketin diğer gelirleri aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 4.6. Diğer Gelirler

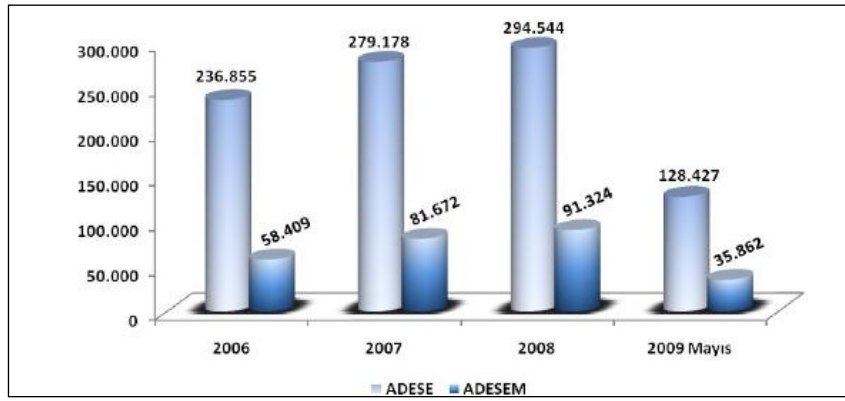
Diğer Gelirler-2007		
CATERING	Toptan Satış	3.164.217
DENİZLİ KÖMÜR	Kömür	2.493.580
HAL KONYA	Manav	1.949.495
TOPLAM		7.607.291
Diğer Gelirler-2008		
REPOSE	Ayakkabı - Deri	166.702
CATERING	Diğer	4.910.717
DENİZLİ KÖMÜR	Kömür	1.731.939
HAL KONYA	Manav	12.074.860
KULE RESTORAN	Restoran	169.186
TOPLAM		19.053.404
Diğer Gelirler-2009 Mayıs		
REPOSE	Ayakkabı - Deri	75.126
CATERING	Diğer	3.262.491
DENİZLİ KÖMÜR	Kömür	17.563
HAL KONYA	Manav	5.517.588
KULE RESTORAN	Restoran	615.667
UNLU MAMULLER KONYA ÜRETİM TESİSİ	Unlu Mamüller	105.604
RESTORE GODENE	Restoran	41.208
TOPLAM		9.635.246

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

IV.2.4.3. Adese ve Adesem Ciro Değişimleri

Toplam gıda perakende cirosu (diğer gelirler hariç) 2008 yılında yükselen

enflasyona rağmen azalan metrekare başı ciro ve net satış alanındaki sınırlı artışın etkisiyle sadece %6,9 oranında büyüyerek 385,8 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Bu dönemler arasında Adese cirosu %5,5 oranında artarak 294,5 milyon TL olurken Adesem gelirleri %11,8 yükselmiş ve 91,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2009 Mayıs itibariyle ise toplam perakende cirosu (diğer gelirler hariç) 164,2 milyon TL olarak kaydedilirken Adese mağazalarının cirosu 128,4 milyon TL seviyesinde yer almıştır.



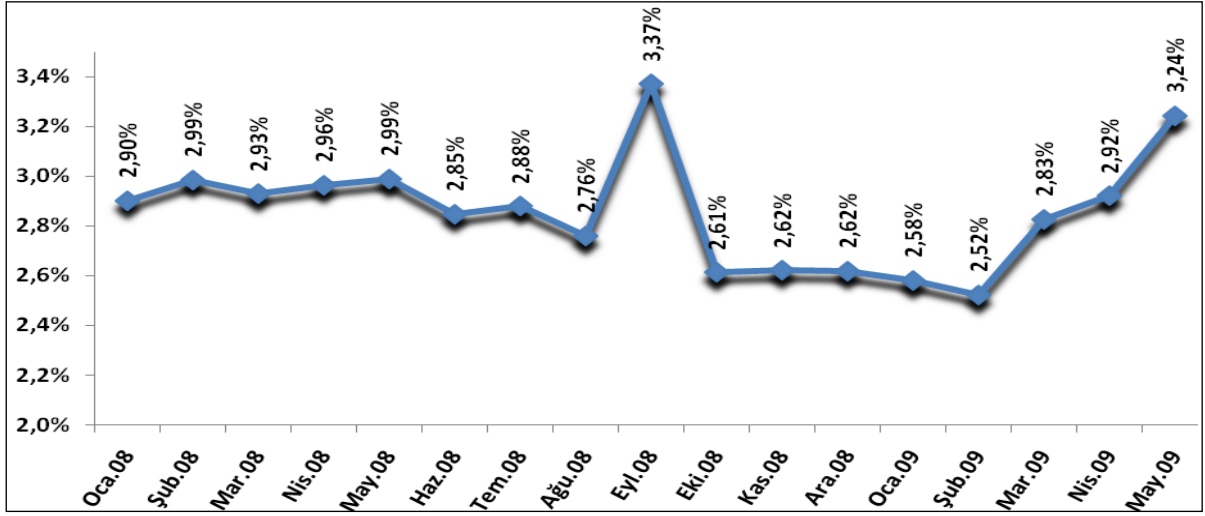
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.23. Mağaza Ciro Gelişimi (1000 TL)

IV.2.4.4. Pazar Payı

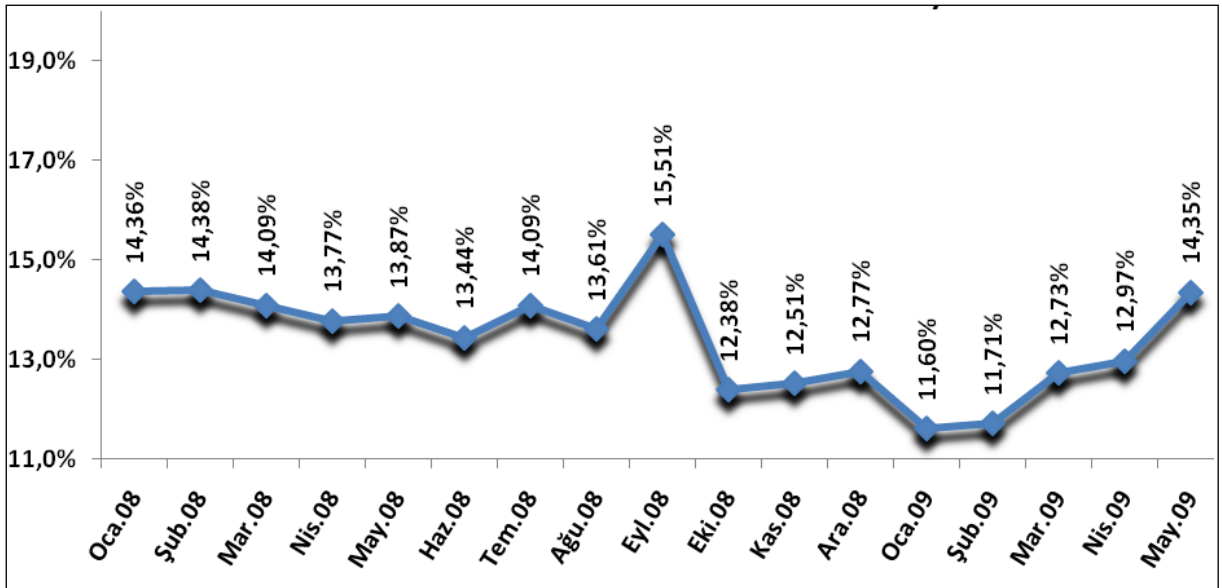
Şirket tarafından içerisinde BİM gibi bir perakende devi olmamasına karşın yine de önemli bir gösterge niteliği taşıyabilecek 32 ulusal ve lokal zincirin yer aldığı pazar payı çalışmasına göre Adese'nin pazar payı tüm şirketler arasında 2008 yılında ortalama %2,87 olarak kaydedilirken 2009 Mayıs dönemine kadar ortalama %2,82 olarak gerçekleşmiştir. Aylık bazlı değişime bakıldığında yılın ilk 8 ayında ortalama %2,91'lik pazar payı elde eden Adese, her yıl olduğu gibi yıl içerisindeki en yüksek pazar payına %3,37 ile Ramazan ayının etkili olduğu Eylül ayında ulaşmış sonrasında Ekim ayı ile birlikte küresel krizin Türkiye'de ciddi bir şekilde hissedildiği dönemde Şirket'in önemli bir pazar kaybına

uğradığı görülmüştür.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.24. Ulusal Zincirler Arasındaki Pazar Payı

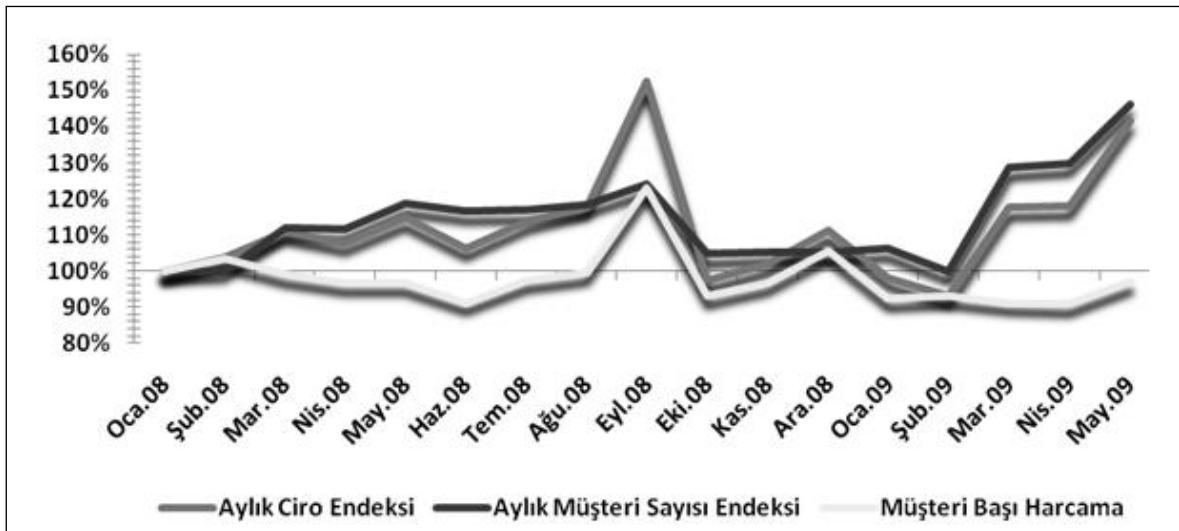


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.25. Lokal Zincirler Arasındaki Pazar Payı

Yaşanan kriz ortamında yerleşim birimlerine yakın olan ve özel markalı ürünleri nedeniyle tüketicilere daha likit kalmalarını sağlayabilecek ve daha ucuz ürünler sunan indirim mağazaları sektördeki payını artırmış ve indirim segmentinin cirodaki payı ortalama %20 olan Adese gibi perakende şirketleri bu dönemde pazar payı kaybetmişlerdir.

Buna ek olarak Adese birçok perakende şirketine göre ürün portföyünde gıda dışına yaklaşık %30 gibi yüksek bir oranda yer ayırması nedeniyle kriz ortamında tüketicilerin temel gıda ihtiyaçları dışındaki ürünlere olan talepteki gerileme Adese'nin 2008 Ekim-Şubat dönemindeki pazar payı kaybının bir diğer önemli nedenidir. 2009 yılının Şubat ayından itibaren ise Şirket'in pazar payının yükselişe geçtiğini Mayıs ayı itibariyle %3,24'e ulaştığını görmekteyiz. Bu dönemde artan tüketici güveniyle tüketicilerin gıda dışına olan taleplerindeki göreceli iyileşme ve Prestij mağazalarının Şirket bünyesine katılmasıyla Marmara bölgesinde 11 mağazaya ulaşan Şirket'in pazar payında bir iyileşme gözlenmektedir. Şirket'in sadece lokal zincirler arasındaki ortalama pazar payı ise 2008 yılında %13,7 olurken 2009 Mayıs itibariyle %14,3 olarak kaydedilmiştir.



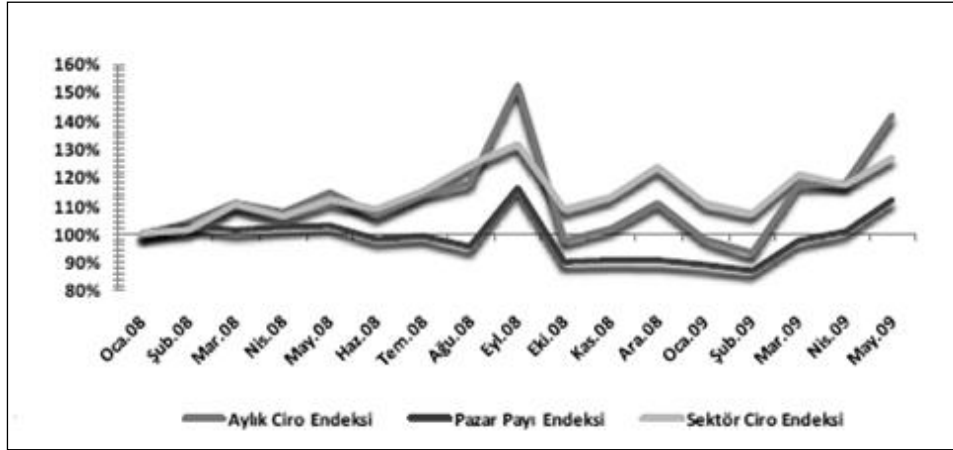
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.26. Ciro Endeksi ve Değişkenleri

2008 yılında ciro endeksinin aylık gelişimine baktığımızda en yüksek seviyesine Ramazan ayının etkisiyle Eylül ayında ulaştığını Ekim ayına kadar düzenli bir yükseliş içerisinde olduğunu görmekteyiz. 2008 Ocak-Eylül döneminde net satış alanındaki %21'lik yükseliş aylık müşteri endeksindeki %24'lük yükselişi açıklarken aylık müşteri başı

gelirlerdeki %23'lük yükselişin de etkisiyle ciro endeksi önemli bir yükseliş sergilemiş ve Ocak ayı seviyesine göre Eylülde %53'lük bir artış gerçekleştirmiştir. Ekim ayı ile birlikte yaşanan krizde net satış alanı endeksinin sabit seyrettiğini ve yatırımlara ara verildiğini görmekteyiz. Eylül ayından Ekim ayına geçilirken hem kriz kaynaklı azalan talep hem de Ramazan ayı nedeniyle gıda stokunda gözlenen artışın etkisiyle müşteri sayısı endeksindeki 19 puanlık gerilemeye karşın ciro endeksi 55 puan gerilemiş 98 seviyesi ile Ocak cirosunun da gerisine düşmüştür. Bu keskin düşüşte azalan müşteri sayısının yanı sıra cironun bir diğer önemli değişkeni olan müşteri başı gelir endeksindeki 30 puanlık gerileme etkin olmuştur. Yılbaşının etkisiyle müşteri başı gelirdeki artış sonucu Kasım ve Aralık aylarında ciro endeksi yükselmiş ve yılı 111 ile Ocak ayının %11 üzerinde yıllık ortalamanın ise 1 puan altında kapatmıştır.

2009 yılında Ocak ve Şubat aylarında mevsimsellikten dolayı hem müşteri sayısında hem de müşteri başı gelirdeki azalma ciro endeksinin son 14 ayın en düşük seviyesini görmesine neden olurken Mart ayında Prestij operasyonu ile Adese'nin net satış alanı endeksinde 19 puanlık artış müşteri sayısının önceki aya göre %29 artmasına neden olurken ciro endeksinde 25 puanlık bir yükselişi beraberinde getirmiştir. Adese'nin Mart ve Nisan aylarında yatırımlara ara vermesine rağmen tüketici güvenindeki iyileşme ile müşteri başı harcamadaki artış ve Prestij operasyonu ile Adese marka değerindeki yükselişin diğer mağazalara pozitif etkisi müşteri sayısı endeksinin son 17 ayın en yüksek seviyesine yükselmesine neden olmuş ve bu sayede ciro endeksi Mayıs ayında önceki aya göre %13 sene başına göre ise %46'lık bir artış göstermiştir.

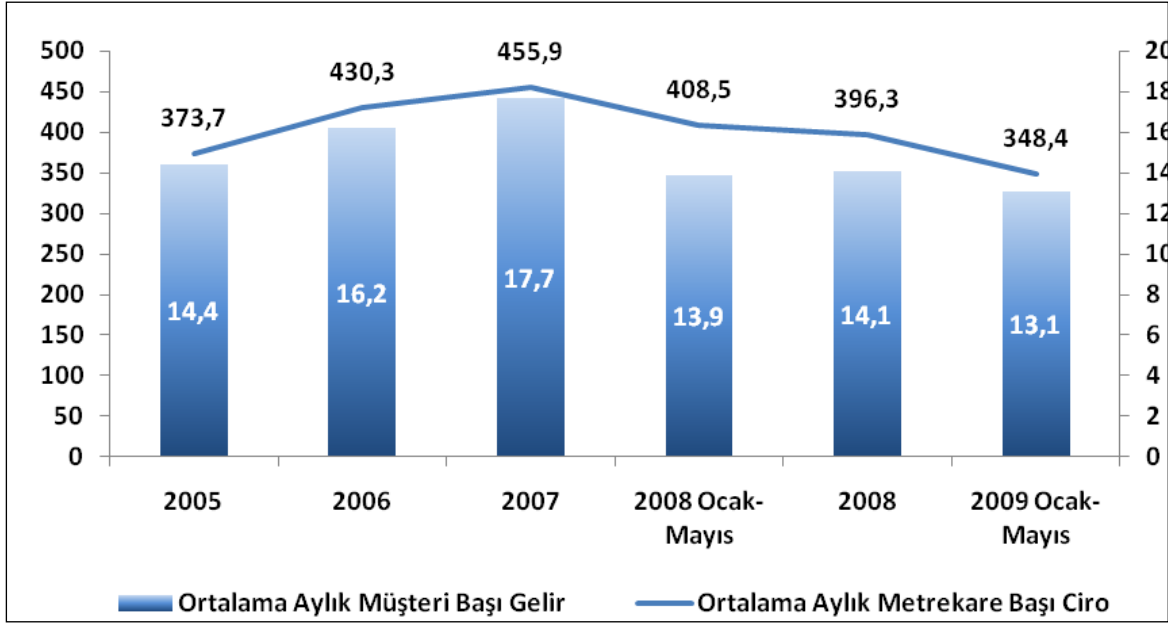


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.27. Ciro ve Pazar Payı Endeksi

Şirket'in pazar payı, Adese ciro endeksi ile %83; sektör ciro endeksi ile %36'lık bir korelasyona sahip bulunurken 2008 yılında Haziran ayına kadar Adese pazar payı sene başına göre sabit bir seyir izlemiştir. Eylül ayına kadar Şirket ciro gelişiminin pozitif bir seyir izlemesine rağmen sektör ciro artışının altında kalınması sonucu Adese, bir miktar pazar payı kaybederken Eylül ayında sektör içerisinde gelirleri en hızlı yükselen şirketlerden birinin Adese olması pazar payının keskin bir şekilde yükselmesine neden olurken kriz döneminde ciro gelişiminin sektörün altında bir performans sergilemesi sonucu Şirket, önemli bir pazar payı kaybına uğramıştır.

2009 Mart ayında Adese ciro endeksindeki sabit seyre karşın sektör ciro endeksindeki gerileme ile pazar payı endeksi bir miktar yükselirken Mart sonunda gerçekleşen Prestij operasyonu ile Adese cirosunun sektör cirosundan daha hızlı bir yükseliş sergilemesi pazar payının bir yükseliş trendine girmesini sağlamış ve pazar payı endeksi 2009 Mayıs ayında 112'ye yükselirken sene başının %12; 2008 ortalamasının ise %13 üzerinde yer almıştır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

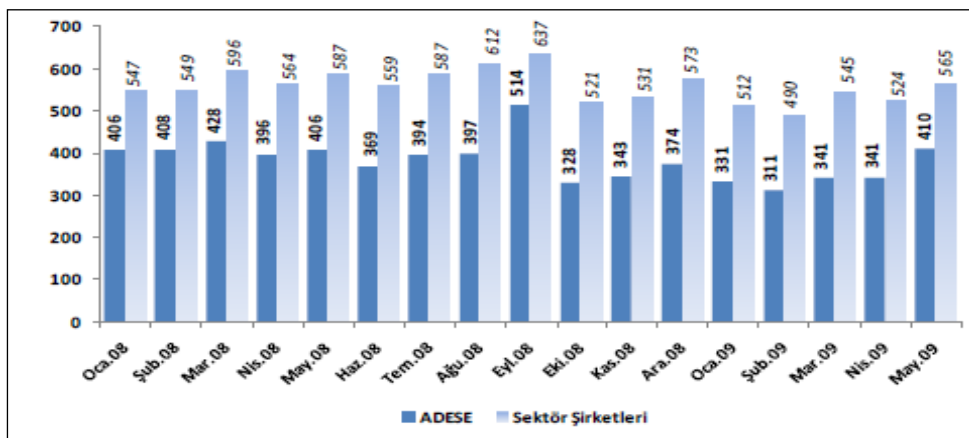
Şekil 4.28. Metrekare Başı Ciro & Müşteri Başı Gelir (TL)

Perakende şirketleri için en önemli verimlilik göstergesi olan metrekare başı cironun yıllar itibariyle gelişimine bakıldığında 2007 yılında 455,9 TL olan aylık ortalama metrekare başı cironun 2008 yılında %12,9 gerileyerek 396,3 TL olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. 2008 yılında artan enflasyona rağmen yaşanan kriz ile tüketici güveninde gözlenen azalma ve tüketicilerin perakende alışverişlerinde gıda dışına ayırdıkları harcama miktarındaki keskin gerileme Adese gibi gıda dışı cironun toplam gelirlerde önemli bir orana sahip olduğu perakende şirketlerinin metrekare başı cirolarının daralmasına neden olmuş ve daha ucuz fiyata temel gıda satışı gerçekleştiren indirim mağazacılığı önemli bir pazar payı elde etmiştir.

2009 Ocak-Mayıs itibariyle metrekare başı ciro önceki senenin aynı dönemine göre %14,7 gerileyerek 348,4 TL olarak kaydedilirken metrekareye düşen gelirlerin önemli bir değişkeni olan müşteri başı gelirlerde de ciddi bir küçülme gözlenmektedir. 2008 yılında müşteri başı gelir önceki yıla göre %20,3 azalarak 14,1 TL olarak kaydedilirken 2009

Ocak-Mayıs döneminde önceki yılın aynı dönemine göre küçülme %5,8 olmuş ve 13,1 TL olarak kaydedilmiştir. 2009 yılının ilk 5 ayında toplam müşteri sayısının 2008'in ilk 5 ayına göre artmasına rağmen müşteri başı gelirin gerilediğini görmekteyiz. Bu durumu açıklayan ilk varsayım müşterilerin kriz döneminde daha likit kalabilmeleri için gramajı daha düşük ürünlere yönelerek daha az harcama yaptıkları ama düşük gramajdan dolayı daha sık mağaza ziyareti yapmaları şeklinde yorumlanabilir. Bu varsayıma ek olarak müşteri sayısının artması diğer Adese mağazalarındaki daha sık ziyaretten ziyade Prestij mağazalarının bünyeye katılmasından da kaynaklanabilir.

Şirket'in 2009 dönemindeki ortalama metrekare başı ciro rakamı 2005 ortalamasının dahi gerisinde yer alırken krizin etkisinin yanı sıra yılın ilk çeyrekte mevsimselliğin de etkisiyle önemli bir küçülme yaşanmaktadır. 2009 yılında Nisan ayından bu yana dünya ve Türkiye'de ekonomik verilere dair olumlu gelişmelerin yaşanmaya başlamasına paralel TÜİK tarafından yayınlanan tüketici güven endeksinde yukarı yönlü bir seyre girilmesi ve Prestij gibi yüksek ciro lu ve verimli çalışan 11 mağazanın Adese bünyesine katılması sonucu metrekare başı gelirlerde olumlu bir trende girilmiş ve 2009 Mayıs ayı metrekare başı ciro 2008 Mayıs'ının bir miktar üzerine çıkarak 410 TL olarak kaydedilmiştir.

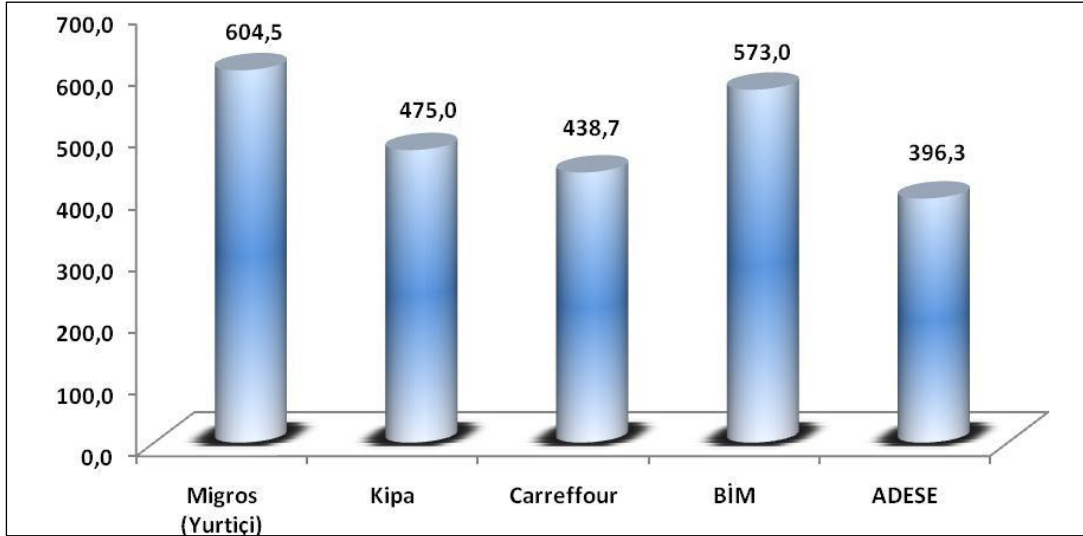


Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.29. Metrekare Başı Cironun Sektör Ortalaması ile Karşılaştırması

Aylar itibariyle bakıldığında Adese'nin metrekare başı ciro olarak sektör ortalamasının altında kaldığı ve Şirket cirosunu artırmak için açılan mağaza sayılarının yanı sıra mevcut mağazalardaki düşük metrekare başı ciro rakamları önemli bir potansiyel olarak görülebilir. Adese metrekare başı cirosu 2008 yılında en yüksek seviyesine 514 TL ile ramazan ayının etkili olduğu Eylül ayında ulaşırken en düşük seviyesini 328 TL ile baz etkisinin yanı sıra Türkiye için krizin başlangıç ayı olan Ekim ayında görmüştür. 2008 yılında şirket metrekare başı cirosu hiçbir ayda sektör metrekare başı cirosuna ulaşamazken ortalama olarak sektörün %31 altında kalmıştır.

Birçok büyük perakendecinin Türkiye'de bir dev olmadan önce İstanbul'da büyüdüğünü görmekteyiz. Adese ise öncelikle Anadolu'da büyük bir marka olmuş fakat İstanbul ve Marmara bölgesinde hiçbir etkinliğinin bulunmaması metrekare başı ciro ve bilinilirlik açısından Şirket için olumsuz bir görünüm oluşmasına neden olmuştur. Bu durum karşısında Marmara bölgesinde varlık devri yoluyla 11 mağaza satın alan Şirket bu bölgede satın alma yoluyla büyüme stratejisi gütmektedir. Bilindiği üzere İstanbul'da güçlü bir marka olmak taşradaki diğer mağazalara da marka değeri ve bilinilirlik açısından olumlu yansıtacak ve metrekare başı cirolarda artışlar yaşanacaktır. Ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmelerin yanı sıra verimli çalışan Prestij mağazalarının da pozitif etkisiyle 2009 Nisan'ında 341 TL; yılın ilk çeyreğinde ise 328 TL olan metrekare başı ciro 2009 Mayıs'ta 410 TL'ye ulaşmıştır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.30. Sektördeki Rakipler Arasında Metrekare Başlı Ciro (2008)

İMKB’de işlem gören ve Türk gıda perakendeciliğinin en büyük şirketleri olan Migros, Kipa, CarrefourSA ve BİM’de 2008 yılında aylık ortalama metrekare başlı ciro 522,8 TL olarak gerçekleşirken operasyonel açıdan Adese’ye en çok benzeyen Migros, fiyatları açısından Adese’nin %6,5 üzerinde olmasına rağmen 604,5 TL ile 1. BİM ise 573 TL ile ikinci sırada yer almıştır (www.ampd.org, 2010).

IV.3. Finansal Analiz*

Finansal analiz, yatırımcılar, kredi sağlayanlar ve diğer ilgililer için işletmenin varlık ve kaynak kullanımına ilişkin yararlı bilgiler sunan ve bu şekilde işletmenin finansal performansını incelemeye olanak veren bir süreçtir. Kapsamına göre finansal analiz statik ve dinamik analiz olmak üzere iki başlıkta incelenir. Statik analiz, işletmenin belirli bir tarihte düzenlenmiş veya belirli bir döneme ait finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin tespiti ve değerlendirilmesine yönelik olarak, tek bir döneme ilişkin

* Bu bölüm; Adese, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Bizim Menkul Değerler A.Ş.’den elde edilen verilerle oluşturulmuştur.

yapılan analizdir. Dinamik analiz ise birbirini takip eden dönemlere ait finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bu kalemlerdeki değişimi zamana bağlı olarak açıklayan analiz tekniğidir (Coşkun, 2004:46). Bu çalışmada her iki analiz tekniğinden de yararlanılmıştır.

Bu bölümde bu bağlamda işletmenin kamuya arz edilmiş olan ve gerek şirket yöneticileri, gerek İttifak Holding'in İMKB'ye açılmasına aracı olan Bizim Menkul Değerler A.Ş. ve gerekse Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan elde edilen gelir tablosu ve bilançoları esas alınarak çeşitli finansal analiz teknikleri yardımı ile birleşmenin işletmenin finansal performansına etkisi incelenmiştir.

IV.3.1. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Analizleri

Gelir tablosu, işletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârı veya zararını gösteren bir tablodur. Karşılaştırmalı tablo analizi ya da diğer adıyla yatay analiz, bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ilişkin finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişikliklerin incelenerek değerlendirilmesidir (Akdoğan ve Tenker, 2001:519).

Tablo 4.7.'de işletmenin birleşme öncesi (2007) ve sonrası (2008) döneme ait iki gelir tablosu ve tablodaki kalemlerde meydana gelen değişim görülmektedir.

Tablo 4.7. Gelir Tablosu (2007-2008)

TL	2007	2008	Değişim
Satışlar	340.051.337	456.968.694	34,4%
Satışların Maliyeti	263.926.218	354.906.474	34,5%
Brüt Kar	76.125.119	102.062.220	34,1%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	22,4%	22,3%	-0,2%
Esas Faaliyet Karı	20.462.685	17.758.821	-13,2%
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	6,0%	3,9%	-35,4%
Amortisman	5.038.120	6.295.317	25,0%
FAVÖK	25.500.805	24.054.138	-5,7%
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,5%	5,3%	-29,8%
Net Dönem Karı	15.787.114	7.073.539	-55,2%
<i>Net Kar Marjı</i>	4,6%	1,5%	-66,7%

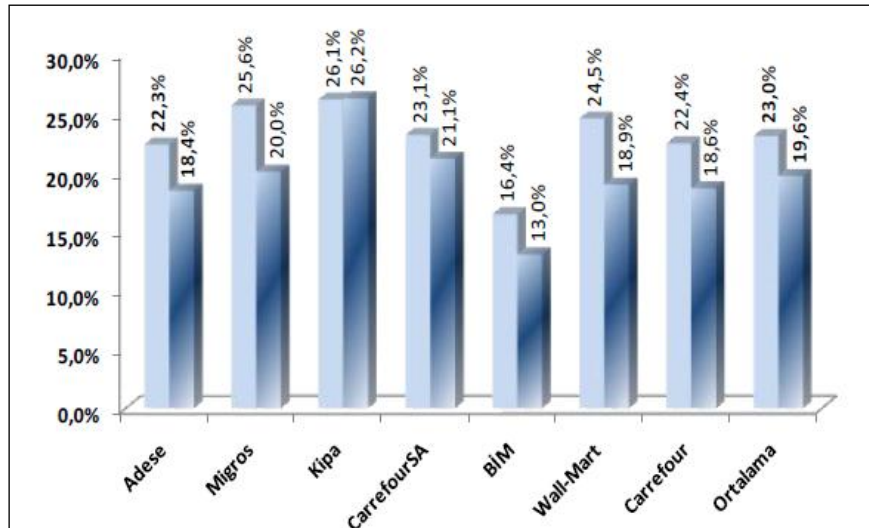
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Tablodan anlaşıldığı üzere 2008 yılında Adese'nin net satışlarının % 34,4 oranında büyüyerek 456,9 milyon TL'lik ciroya ulaşmıştır. 2008 yılındaki ciro büyümesinin ana nedeni Mercek mağazalarının Adese ile birleşerek Şirket bünyesinde indirim mağazacılığı formatında hizmet vermesi olarak gösterilebilir. Buna karşın ortalama net satış alanının %47 yükseldiği bir dönemde ciro büyümesinin sadece %34,4'te kalması mağazalardaki reel satışlar ve metrekare başı ciroların krizin de etkisiyle önemli bir gerileme gösterdiğine işaret etmektedir.

2008 yılında Adese'nin ortalama aylık metrekare başı cirosu yaklaşık %13 gerilemiş ve 396,3 TL olarak kaydedilmiştir. 2008 yılında artan enflasyona rağmen yaşanan kriz ile tüketici güveninde gözlenen azalma ve tüketicilerin perakende alışverişlerinde gıda dışına ayırdıkları harcama miktarlarındaki keskin gerileme Adese gibi gıda dışı cironun toplam gelirlerde önemli bir orana sahip olduğu perakende şirketlerinin metrekare başı cirolarının daralmasına neden olmuş ve daha ucuz fiyata temel gıda satışı gerçekleştiren indirim mağazacılığı önemli bir pazar payı elde etmiştir. Bu dönemler arasında metrekare başı cironun önemli bir değişkeni olan müşteri başı gelir %20,3 azalmış ve 14,1 TL olarak kaydedilmiştir.

IV.3.1.1. Perakende Sektörü Brüt Kar Marjı

Brüt satış karının net satışlar içindeki payı olarak ifade edilebilen brüt kar marjı, işletmenin satışlarının brüt karlılığını gösterir (www.muhasebeturk.org, 2010). Şekil 4.31.'de Adese'nin yurt genelindeki en büyük rakipleri olan Migros, BİM, Kipa, CarrefourSA ile dünya perakende sektörünün öncü kuruluşları olan Wall-Mart ve Carrefour'un brüt kar marjları ve sektör ortalaması görülmektedir. Şekilde açık renk çubuklar brüt kar marjını, koyu renkli çubuklar ise faaliyet giderlerinin cirodaki payını temsil etmektedir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.31. Brüt Kar Marjı ve Faaliyet Giderleri Ciro Payı Sektörel Karşılaştırması (2008)

Son 4 yılda ortalama %21,4 brüt kar marjı ile çalışan Adese'nin 2008 yılındaki marjı önceki yıla göre paralel bir seyir izlemiş ve %22,3 olarak kaydedilmiştir. Şirket satışlarında gıda dışının brüt kar marjı gıda marjının oldukça üzerinde yer alırken restoran ve kira operasyonu gibi hizmet sektörüne hitap eden faaliyetlerdeki yüksek brüt kar marjı dikkat çekmektedir. Kira operasyonu gelir ve giderleri mali tablolardan ayrıştırıldığında Adese'nin son 3 yılda brüt kar marjı ortalaması %20,1 olurken 2008 yılında %20,3 olarak

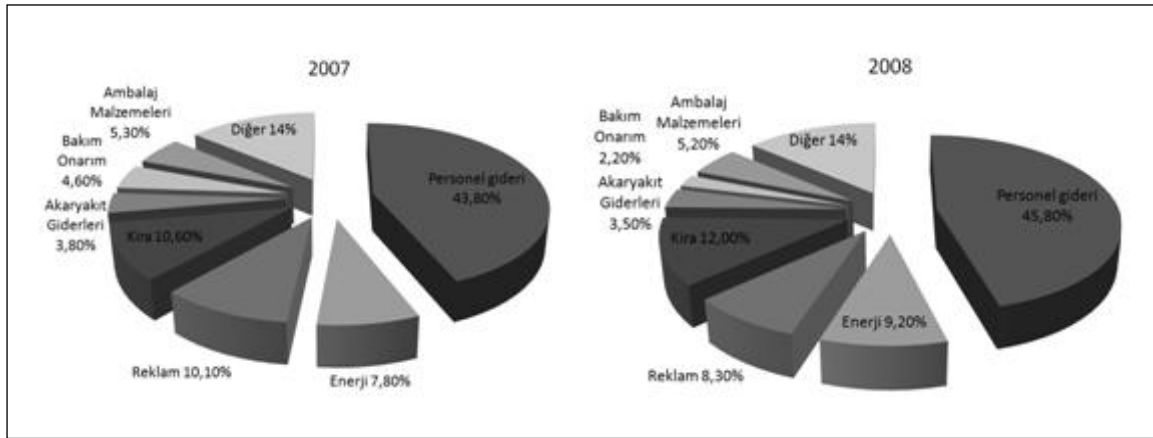
gerçekleşmiştir. Şirket'in maliyet kalemleri incelendiğinde ticari mal maliyetinin toplam maliyetlerin %99'unu oluşturduğu gözlenirken %1'lik hizmet maliyetleri Şirket bünyesindeki restoran ve yemekhanelerin maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak 2008 yılında Adese'nin brüt karı ciro ve maliyetlerdeki paralel seyrin etkisiyle %34,5 artmış ve 102 milyon TL olarak kaydedilmiştir.

2008 yılında faaliyet giderleri önceki yıla göre %51,4 artarak 84,3 milyon TL olarak gerçekleşmiş ve faaliyet karlılığına olumsuz bir şekilde yansımıştır.

Mercek birleşmesi ile bünyeye katılan Adesem mağazaları kriz döneminde önemli bir gelir yaratamazken bu mağazaların faaliyet giderlerindeki sabit gider oranının yüksekliği faaliyet giderlerindeki keskin artışın bir diğer nedenidir. Buna ek olarak Mercek mağazalarının birleşmesi sonrasında idari personel ve pazarlama bölge müdürlüklerinde yeniden yapılanma gerçekleşmiş hem idari personel sayısı hem de pazarlama ve satış bölge müdürlükleri sayısında meydana gelen artış özellikle personel ücretlerinde keskin bir yükselişi beraberinde getirmiştir. Burada dikkat çeken nokta Mercek mağazalarından gelen pazarlama ve satış bölge müdürlerinin Adese bölge müdürlerinin altında çalışmaması nedeniyle unvan karmaşasını önlemek için yeni ve fazladan bölge müdürlüklerinin oluşturulması ve bu durumun faaliyet giderlerine olumsuz yansımalarıdır.

2008 yılında faaliyet giderlerinin büyük kısmını oluşturan pazarlama giderlerinin son 2 yıldaki kırılımına bakıldığında en büyük kalemin %45,8 ile personel giderlerinden oluştuğu görülmektedir. Kira giderleri %12'lik payı ile en büyük 2. kalem olurken enerji giderlerinin payı 2008'de %9,2 olarak kaydedilmiştir. Mercek birleşmesi ve yeni açılan mağazaların etkisiyle personel sayısındaki artış ve birleşmenin yarattığı yeniden yapılanma sonucunda personel giderleri 2008 yılında %59 artmış pazarlama giderlerindeki oranı 2007 yılına göre 2 puan artış göstermiştir. 2008 yılında elektriğe yapılan zamlarla ısıtma ve

elektrik giderlerinin %83 artması faaliyet giderlerine olumsuz yansırken bu dönem içerisinde Konya dışına açılan mağaza sayısının artması mal ve taşıma maliyetlerinin %40 artmasında etkili olmuştur. Mağazalaşma ağının artmasıyla pazarlama giderlerinin en büyük 2. kalemi olan kira giderleri %72 oranında artarken Mercek ile birleşmeden kaynaklı danışmanlık giderleri de önemli bir yükseliş sergilemiştir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

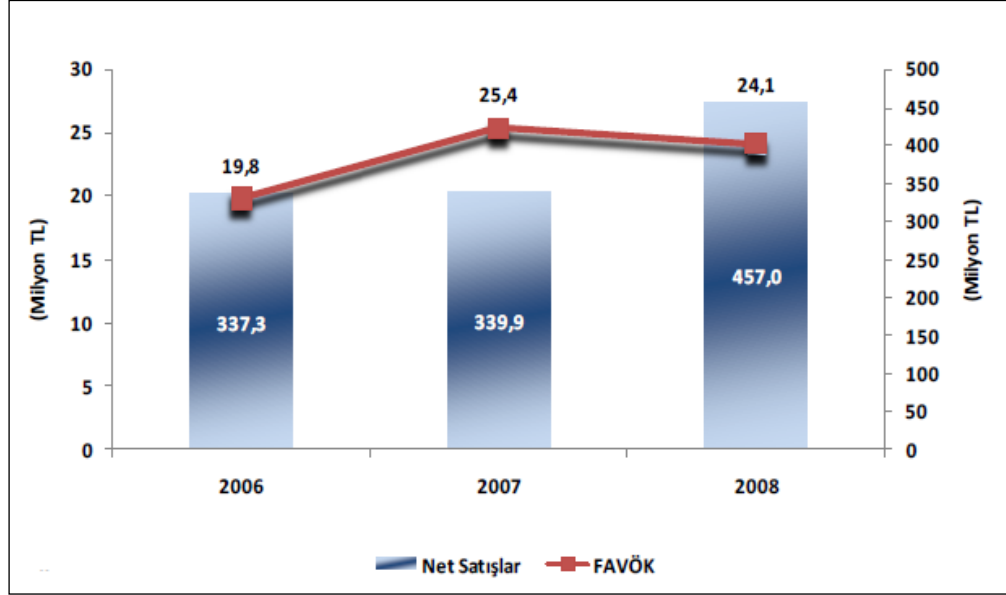
Şekil 4.32. Pazarlama Giderleri

Ciro ve brüt kardaki %34'lük artışa rağmen faaliyet giderlerinin 2008 yılında %51,4 oranında yükselmesi esas faaliyet karının 2007 yılında 20,4 milyon TL olan seviyesinden yaklaşık %13'lük bir düşüşle 17,7 milyon TL'ye gerilemesine neden olurken esas faaliyet kar marjı önceki yılın 2,1 puan altında %3,9 olarak gerçekleşmiştir.

IV.3.1.2. Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar Marjı (FAVÖK)

2008 yılında esas faaliyet karının %13,2 oranında azalmasına rağmen azalan karlılıkta amortismanın payının yükselmesi FAVÖK' teki gerilemenin sınırlı bir seviyede

kalmasını sağlamış ve faiz vergi amortisman öncesi kar %5,7 azalarak 24 milyon TL seviyesinde yer almıştır.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.33. FAVÖK Marjı – Net Satışlar

2008 yılı brüt marjının 2007'ye göre paralel bir seyir izlemesine karşın faaliyet giderlerinin ciro gelişimi üzerinde yer alması FAVÖK marjının 2007 yılına göre 2,2 puan gerileyerek %5,3 seviyesinde yer almasına neden olmuştur.

IV.3.2. Bilanço Analizleri

Bilanço analizi işletmenin mali tablolarından olan bilançoda yer alan kalemlerin ve bu kalemlerdeki değişimlerin incelenmesi sureti ile yapılan analiz olarak ifade edilebilir. Bu bölümde 2007 ve 2008 yılı bilançoları baz alınarak çeşitli finansal analiz teknikleri yardımıyla birleşmenin işletmenin finansal performansına etkisi incelenmiştir.

IV.3.2.1. Yatay ve Dikey Analiz

Yatay analiz daha önce gelir tablosu analizlerine ilişkin bölümlerde tanımlandığı gibi bir işletmenin iki veya daha fazla dönemine ilişkin finansal tablolarının birbirini izleyen dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu değişikliklerin incelenerek değerlendirilmesidir. Dikey Analiz ise, ya da diğer adı ile yüzde yöntemiyle analiz işletmenin bilanço ve gelir tablosu değerlerinin yüzde değerler ile ifade edilmesi prensibine dayanır. Yüzde yöntemiyle analizde tek bir yılın finansal tabloları kullanılabileceği gibi birden fazla yılın finansal tabloları da kullanılabilir. Bilançonun yüzde yöntemiyle analizinde ya grup (dönen varlıklar, duran varlıklar, kısa vadeli yabancı kaynaklar, özkaynaklar gibi) toplamı 100 kabul edilip diğer kalemler grup toplamına oranlanır, ya da aktif ve pasif toplamı 100 alınarak aktif ve pasifteki diğer kalemler aktif ve pasif toplamına oranlanır (Coşkun, 2004:58).

IV.3.2.1.1. Varlıkların Yatay ve Dikey Analizi

Tablo 3.10.'da görüldüğü gibi 31 Aralık 2008 itibarıyla 223,3 milyon TL olan toplam aktiflerin %57,7'sinin duran varlıklardan oluşması Şirket'in varlıklarının likit bir yapıya sahip olmadığını bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. 2007 yılında 85 milyon TL olan cari aktiflerin %1 oranında artarak 2008 yılında 85,9 milyon TL'ye ulaştığını görmekteyiz.

Tablo 4.8. Varlıkların Yatay ve Dikey Analizi

VARLIKLAR (TL)	2007	2008	Değişim	Oran (2007)	Oran (2008)
Dönen Varlıklar	85.098.770	85.928.186	1,0%	42,3%	38,5%
Nakit ve Benzerleri	38.173.151	26.636.973	-30,2%	19,0%	11,9%
Ticari Alacaklar	6.250.220	12.998.133	108,0%	3,1%	5,8%
Stoklar	35.925.974	44.767.385	24,6%	17,8%	20,0%
Diğer Alacaklar	234.140	104.383	-55,4%	0,1%	0,0%
Diğer Dönen Varlıklar	4.515.285	1.421.312	-68,5%	2,2%	0,6%
Duran Varlıklar	116.211.910	137.387.371	18,2%	57,7%	61,5%
Finansal Yatırımlar	1.690.561	1.690.561	0,0%	0,8%	0,8%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	73.022.720	66.636.575	-8,7%	36,3%	29,8%
Maddi Duran Varlıklar	25.314.559	55.131.833	117,8%	12,6%	24,7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.982.907	13.494.455	22,9%	5,5%	6,0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-1.604.775	-1.461.789	-8,9%	-0,8%	-0,7%
Diğer Duran Varlıklar	6.805.938	1.895.736	-72,1%	3,4%	0,8%
TOPLAM VARLIKLAR	201.310.680	223.315.557	10,9%		

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Brüt işletme sermayesinde ticari alacaklar ve stoklarda sırasıyla %108 ve %24,6'lık büyümeler dikkat çekerken bu durum Şirket için çeşitli risk unsurları doğurmaktadır. Stokların büyümesi maliyetleri artırırken, ticari alacakların artması işletme sermayesi açığı ortaya çıkarmakta ve likidite sıkıntısı yaratmaktadır. Bununla birlikte liberal bir kredi politikası şüpheli ticari alacak oranının yükselmesine neden olabileceği gibi şirket cirosunun büyürken ticari alacakların artış göstermesi şirketler için olağan kabul edilmektedir. Şirketler bilançolarında ticari alacaklarını artırarak ciro artışı kaydedebiliyor ve sektörde pazar payı kaparak sadık müşteri kitlesi yaratabiliyorsa alacak artışı konjonktürel olarak şirketlere avantaj sağlayabilir. Alacak miktarının artması işletme sermayesi yaratmasına karşın alacak artışı ile yükselen satışlar stokların daha hızlı dönmesini sağlayacak ve bu durum işletme sermayesine olumlu yansıtacaktır. Bilanço payı açısından bakıldığında Adese'de ticari alacakların bilanço payı %5,8 olarak kaydedilirken stoklar bilançonun %20'si kadardır. Adese'ye benzer kabul edilebilecek Migros ve CarrefourSA'da son 2 dönem itibariyle ticari alacak ve stok bilanço payı sırasıyla ortalama %3,8 ve %12,8 olarak gerçekleşmiştir. Genel olarak ticaret şirketlerinde ticari alacak ve stokların bilanço payına baktığımızda Adese çok riskli bir pozisyonda

durmamaktadır. Şirket ticari alacakların önemli bir kısmı toptan satışı gerçekleştirilen catering satışlarından kaynaklanırken kiracılardan kaynaklanan alacaklarda bulunmaktadır. Şirketlerin satış gelirleri arttığında ticari alacakların da artması normal karşılanırken Adese'nin ticari alacaklarında %108'lik bir yükselme kaydedilmiş ve alacakların bilanço payı 2008 yılında %5,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Türkiye'de şirketlerin aktiflerinin ortalama %10'u oranında nakit bulundurmaları istenirken nakit yaratma kabiliyeti yüksek olan perakende şirketlerinde bu oran daha da yükselmektedir. Migros ve CarrefourSA son 2 dönem itibariyle bilançolarında ortalama %19'u oranında nakit ve benzerleri bulundururken Adese'de bu oran 2008 sonu itibariyle %11,9 seviyesindedir. Hazır değerlerin bilanço payının yüksek olması atıl değer oluşturmasına karşın %10'un altında yer alması ani likidite ihtiyaç durumunda Şirket'i zor durumda bırakabilir. Adese'nin 2007 yılında bilançosunun %19'u oranında nakit bulundurmasına karşın 2008 sonu itibariyle 26,6 milyon TL'lik nakdi önceki yıla göre %30'luk bir gerileme gösterirken bu durumun en büyük nedeni 2008 yılında dağıtılan temettü ve gerçekleşen yoğun yatırımlar olarak gösterilebilir.

Şirket varlıklarının %24,7'si maddi duran varlıklardan oluşurken bu oran Migros ve CarrefourSA'da son 2 dönem ortalaması itibariyle %29 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında maddi duran varlıklar Ereğli AVM yatırımı ile %117 oranında artmış ve 55,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Burada asıl dikkat çeken nokta ise yatırım amaçlı gayrimenkullerdir. Birçok perakende şirketi daha likit kalmak amaçlı bilançolarında yatırım amaçlı gayrimenkule çok az yer verirken Adese portföyünde önemli miktarda gayrimenkul bulundurmaktadır. Migros ve CarrefourSA'da yatırım amaçlı gayrimenkullerin ortalama bilanço payı %3,2 olmasına karşın Adese'de bu oran %29,8 seviyesindedir. Önemli bir kısmı Kule Site Alışveriş merkezi ve Kule Plaza'dan

kaynaklanan yatırım amaçlı gayrimenkuller 2008 yılında Kule Plaza'daki ofis satışları ile %8,7 oranında gerilemiş ve 66,6 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Bilançoda %6 oranında yer tutan maddi olmayan duran varlıklar ise leasing yolu ile alınan teçhizat ve özel maliyetlerden kaynaklanmaktadır.

IV.3.2.1.2. Kaynakların Yatay ve Dikey Analizi

Tablo 4.9.'a bakıldığında, 2008 yılında Şirket'in kısa vadeli borçları önceki yıla göre %21 oranında bir artış kaydederek 147,2 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir. Bir perakende şirketi olması nedeniyle ticari borçlar bilançoda önemli bir seviyede yer alırken kısa vadeli finansal borçların bilanço payı %4,4 olarak gerçekleşmiş; bu rakam uzun vadeli finansal borçlarda %4,8 seviyesine ulaşmıştır.

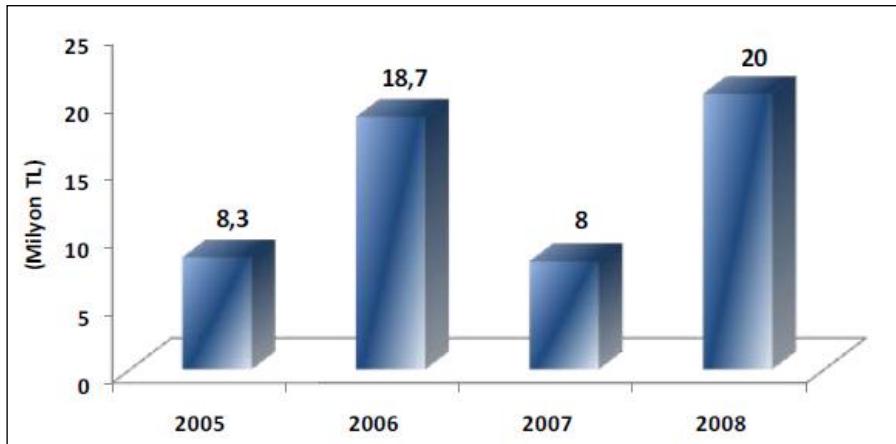
Tablo 4.9. Kaynakların Yatay ve Dikey Analizi

YÜKÜMLÜLÜKLER (TL)	2007	2008	Değişim	Oran (2007)	Oran (2008)
Kısa Vad. Yükümlülükler	121.610.268	147.203.097	21,0%	60,4%	65,9%
Finansal Borçlar	8.065.622	9.887.443	22,6%	4,0%	4,4%
Ticari Borçlar	107.821.161	131.287.614	21,8%	53,6%	58,8%
Diğer Borçlar	249.514	60	-100,0%	0,1%	0,0%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	650.810	447.621	-31,2%	0,3%	0,2%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.823.161	5.580.359	15,7%	2,4%	2,5%
Uzun Vadeli Yümlülükler	4.151.185	15.362.888	270,1%	2,1%	6,9%
Finansal Borçlar	0	10.608.355		0,0%	4,8%
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	4.151.185	4.754.533	14,5%	2,1%	2,1%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0			
Özsermaye	75.549.227	60.749.572	-19,6%	37,5%	27,2%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	75.549.227	60.749.572	-19,6%	37,5%	27,2%
Ödenmiş Sermaye	18.204.046	18.204.046	0,0%	9,0%	8,2%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	16.722.745	16.722.745	0,0%	8,3%	7,5%
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0			
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.605.523	3.120.410	19,8%	1,3%	1,4%
Geçmiş Yıl Karları	22.131.952	15.628.832	-29,4%	11,0%	7,0%
Net Dönem Karı	15.884.961	7.073.539	-55,5%	7,9%	3,2%
TOPLAM PASİFLER	201.310.680	223.315.557	10,9%		

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Finansal borçların bilanço payının yaklaşık %9,2 oranında yer alması Migros ve CarrefourSA ortalaması olan %4,9'un bir miktar üzerinde yer alsa da Şirket için önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmemektedir. 2007 yılında finansal kaldıraç oranı %10 olmasına rağmen 2008 yılında bu oranın %33 olarak gerçekleşmesi yatırımlar nedeniyle

artan finansal borcun yanı sıra düşen karlılık ve dağıtılan temettü nedeniyle azalan özsermayeden kaynaklanırken bu durum borçların ani tasfiyesi gibi bir durumla karşılaşıldığında özsermayenin borçların tamamını örtücü bir yapıya sahip olduğunu göstermekte ve olumlu bir tablo olarak değerlendirilmektedir. Migros ve CarrefourSA'da finansal kaldıraç oranı ortalama %9,25 olarak gerçekleşirken Adese'de bu oranın bir miktar yüksek olduğu görülse de Ereğli AVM yatırımı için finansal borçların bir miktar artması ve dağıtılan temettü ile özsermayenin azalması nedeniyle bu durum olağan karşılanabilir. Adese'nin 2008 sonu itibariyle 9,8 milyon TL'si kısa vadeli olmak üzere toplam 20,4 milyon TL finansal borcu bulunmakta ve finansal borçların önemli bir kısmı dolar cinsinden oluşmakta olup ortalama %12,25 faiz maliyetlidir. Bu durum Şirket'i kurlardaki hareketlenmeye daha hassas kılarken Adese, kur riskini Grubun ihracat gelirleri ile dengelemeye çalışmakta ve vadeli döviz alım-satım işlemlerden yararlanmamaktadır.



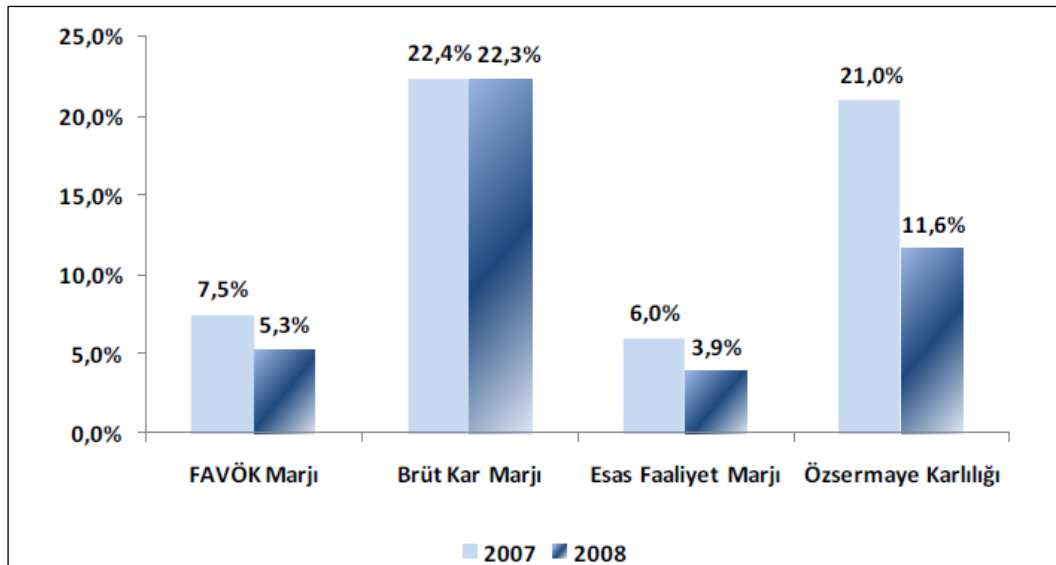
Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.34. Finansal Borçlar

Bunlara ek olarak finansal borçların yaklaşık %51,7'sinin uzun vadeye yayılması risk düzeyini azaltmaktadır. Ayrıca Şirket'in borçlanma maliyetinin ortalama %12,25 olması bir başka olumlu gösterge olarak değerlendirilebilir. Şekil 4.34.'ten de anlaşılacağı üzere şirketin 26,6 milyon TL nakit bulundurduğu dikkate alınır Adese'nin 2008 sonu

itibariyle 6,1 milyon TL nakit pozisyonda yer aldığını düşen nakit ve artan borçlulukla 2007 yılındaki 30,1 milyon TL net nakdin önemli bir oranda gerilediğini görmekteyiz.

2007 yılında 75,5 milyon TL olan Şirket özsermayesi 2008 yılında yaklaşık %19,6 oranında gerileyerek 60,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında önceki yılların da temettüsünü içeren 21,8 milyon TL'lik temettü dağıtılması ve düşen karlılık özsermaye gerilemesinin ana nedenleri olarak görülmektedir. Şirketler için özsermayenin nakit kısmı önem teşkil etmekte ve maddi özsermayenin bilanço payının minimum %20 olması beklenmektedir. Adese için 16,7 milyon TL olan sermaye düzeltme farkı dışında kalan maddi özsermayenin aktifler içerisindeki payı %19,7 seviyesinde yer almakta ve Şirket için olumlu bir tablo olarak değerlendirilmektedir.



Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.35. Marjlar ve Özsermaye Karlılığı

Adese, 18,3 nakit çevrim süresi ile 2008 yılında 22,9 milyon TL işletme sermayesi fazlası ile çalışırken Şirket, ortalama %15'lik getiri oranı ile 3,4 milyon TL finansman geliri yazma potansiyeline sahip olsa da işletme sermayesi fazlası ile yoğun yatırımlarını finanse etmekte ve önemli bir finansman geliri yazmamaktadır. Bu durum dönemsel

karlılığa olumsuz yansısı da önemli büyüme trendin de olan Adese için mağazalaşma ağını güçlendirmektedir. 2008 yılında cari oran 0,58 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam bize Şirket'in kısa süreli borçlarını brüt işletme sermayesi ile ödeme gücüne sahip olmadığını gösterse de kısa vadeli borçların %90'ını vadeleri alacak ve stok gün sayısının üzerinde yer alan ve düşük maliyetli ticari borçlardan oluşması riski minimize etmektedir. İşletme sermayesi fazlası nakit pozisyonunu desteklerken Adese, işletme sermayesi fazlası ile faaliyetleri ve yatırımlarını fonlamaktadır. Bilançoda dikkat çeken bir diğer nokta ise Şirket'in ilişkili taraflardan kaynaklanan ticari borçlarındaki önemli artıştır. Adese, yatırımlarını fonlamak için grup şirketlerinden ticari anlamda borçlanırken 2008 yılında temettünün bir kısmı nakit olarak dağıtılırken kalan kısım ortaklara borç olarak ticari borçlarda kaydedilmiş ve ilişkili taraflara olan ticari borçlardaki artışın en önemli sebeplerinden biri olmuştur.

IV.3.3. Oran Yöntemi ile Analiz

Bu bölümde işletmenin finansal performans göstergelerinden olan, finansal tablolarındaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkilerin birbirinin yüzdesi şeklinde belirtildiği rasyo yöntemi ile analiz yapılmıştır. Bu şekilde hesap veya hesap kodları arasında matematiksel ilişkiler kurmak suretiyle işletmenin; ekonomik mali yapısı ile karlılık, çalışma durumu hakkında yargıya ulaşmaya çalışılmıştır (Akdoğan ve diğ., 2001:606).

Cari oran dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki sayısal ilişkiyi gösteren bir orandır. Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi sureti ile elde edilir (**Cari Oran= Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar**). Cari oran işletmenin genel likidite durumunu yansıtarak işletmenin net çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını ortaya koyar (Akdoğan ve diğ., 2001:610). Tablo

4.10'da görüldüğü üzere Adese A.Ş.'nin 2008 yılı, birleşme sonrası cari oranı 0,58 olarak bulunmuştur.

Finansal kaldıraç, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına (pasif toplamına) bölünmesi ile elde edilir (**Finansal Kaldıraç Oranı= Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Toplam**) (Akdoğan ve diğ., 2001:618). Bu oran varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Tablo 4.10'da görüldüğü gibi şirketin 2008 yılı finansal kaldıraç oranı %33 olarak bulunmuştur.

Aktif karlılık oranı, aktiflerin işletmede ne ölçüde karlı kullanıldığını tespit etmek için kullanılır. Dönem karının aktif toplama bölünmesi sureti ile bulunur (**Aktif Karlılık= Dönem Karı / Aktif Toplamı**) (Çubuk ve diğ., 2005:213). Şirketin aktif karlılığı %3,1 olarak bulunmuştur.

Aktif devir hızı toplam aktifin yılda kaç kez döndüğünü gösterir ve firmaya yapılan yatırımların etkin kullanımının bir ölçüsüdür. Aktif devir hızı satışların aktif toplama bölünmesi ile elde edilir (**Aktif Devir Hızı= Satışlar / Aktif Toplam**) (Okka, 2005:94). Şirketin aktif devir hızı 2,04 olarak gerçekleşmiştir.

Bu bölümde kullanılan son rasyo analizi olan özsermaye karlılığı ise; ortaklarca firmaya yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir ve bunu aktif özsermaye getiri oranı da denilir. Özsermaye karlılığı net karın özsermaye toplamına bölünmesi ile bulunur (**Özsermaye Karlılık Oranı= Net Kar / Özsermaye Toplamı**) (Okka, 2009:112). Şirketin özsermaye karlılık oranı % 11.6 olarak bulunmuştur.

Tablo 4.10. Rasyo Analizi Sonuçları (2008)

Oranlar (2008)	
Cari Oran	0,58
Finansal Kaldıraç	33,0%
Aktif Karlılık	3,1%
Aktif Devir Hızı	2,04
Özsermaye Karlılığı	11,6%

Kaynak: Adese AVM A.Ş.

Adese, 18,3 nakit çevrim süresi ile 2008 yılında 22,9 milyon TL işletme sermayesi fazlası ile çalışırken Şirket, ortalama %15'lik getiri oranı ile 3,4 milyon TL finansman geliri yazma potansiyeline sahip olsa da işletme sermayesi fazlası ile yoğun yatırımlarını finanse etmekte ve önemli bir finansman geliri yazmamaktadır. Bu durum dönemsel karlılığa olumsuz yansısı da önemli büyüme trendin de olan Adese için mağazalaşma ağını güçlendirmektedir. 2008 yılında cari oran 0,58 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam bize Şirket'in kısa süreli borçlarını brüt işletme sermayesi ile ödeme gücüne sahip olmadığını gösterse de kısa vadeli borçların %90'ını vadeleri alacak ve stok gün sayısının üzerinde yer alan ve düşük maliyetli ticari borçlardan oluşması riski minimize etmektedir. İşletme sermayesi fazlası nakit pozisyonunu desteklerken Adese, işletme sermayesi fazlası ile faaliyetleri ve yatırımlarını fonlamaktadır. Bilançoda dikkat çeken bir diğer nokta ise Şirket'in ilişkili taraflardan kaynaklanan ticari borçlarındaki önemli artıştır. Adese, yatırımlarını fonlamak için grup şirketlerinden ticari anlamda borçlanırken 2008 yılında temettünün bir kısmı nakit olarak dağıtılırken kalan kısım ortaklara borç olarak ticari borçlarda kaydedilmiş ve ilişkili taraflara olan ticari borçlardaki artışın en önemli sebeplerinden biri olmuştur.

Tablo 4.11. Sektörel Devir Hızları

2008	Adese	BİM	Migros	CarrefourSA
Alacak Gün Süresi	24,4	9,1	3	17
Stok Gün Süresi	44,3	20,5	43,2	33
Borç Ödeme Gün Süresi	87	46,2	96	80
Nakit Çevrim Süresi	18,3	16,6	49,8	30

Kaynak: İMKB & Adese AVM A.Ş.

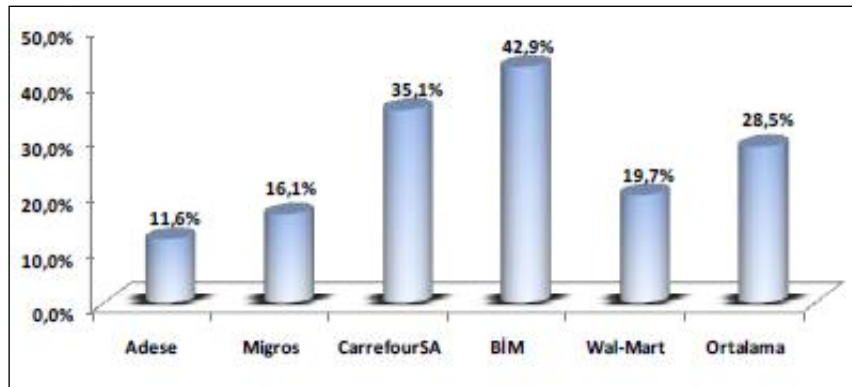
Migros ve CarrefourSA'da kaldıraç oranı ortalama %43 seviyesinde yer alırken 2008 yılında Adese aktiflerinin %72,8'i dış kaynaklarla finanse edilmesi bir risk unsuru olarak görülse de varlıkların finansmanında ticari borçların %58,8 gibi yüksek bir orana sahip olması riski minimize etmektedir. Şirketlerin temel karlılık rasyosu olan aktif karlılığa baktığımızda ise 2008 yılında Adese'ye yatırılmış ve bağlanmış tüm fonların sadece %3,1 oranında getiri sağladığını görmekteyiz. Bu durumdaki temel neden 2008 yılında Mercek ile birleşme ve mağazalaşma ağının güçlenmesi ile artan faaliyet giderlerinin yanı sıra kurlardaki yükseliş ve borçluluktaki artış sebebiyle finansman giderlerindeki keskin yükseliş ile düşen karlılık olarak gösterilebilir. Bir perakendeciye göre Adese'nin duran varlık portföyünde önemli oranda gayrimenkul bulundurması sebebiyle yüksek amortisman giderlerinin oluşması karlılığı düşüren bir diğer etken olarak gösterilebilir. Buna ek olarak kriz ortamında gerileyen metrekare başı gelirler karlılıktaki olumsuz tabloda etkili olmuştur.

Adese'nin aktif devir hızının 2008 yılında 2,04 ile 1'in üzerinde yer alması Şirket'in satış kabiliyetinin yüksek olduğuna işaret etmektedir. Başka bir deyişle Şirket'in asıl gücü yüksek marjlı katma değeri yüksek ürünler satmaktan ziyade sürümden kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak bilançoya toplu bir bakış yapıldığında bilançonun 2008 yılında 22 milyon TL büyüdüğü görülürken ticari borçlardaki artış ile stok ve alacakların

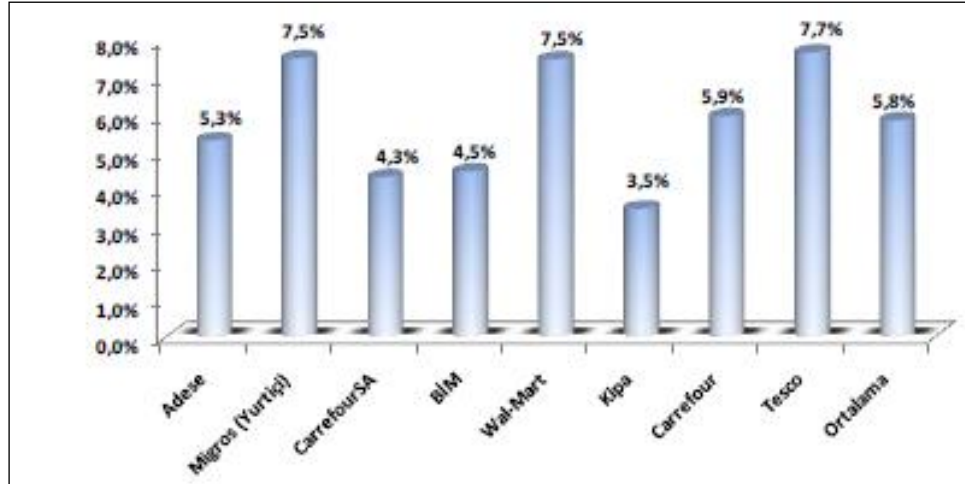
fonlanmasına karşın alınan krediler, Kule Plazadaki ofis satışları ve bilançoda ticari borç olarak kaydedilen grup şirketlerinden alınan borçlar ve ortaklara olan temettü borcu ile Ereğli yatırımı gerçekleştirilmiştir.

Karlılıktaki düşüşün %55,2 ile özsermaye daralmasının üzerinde yer alması özsermaye karlılığının 2008 yılında %11,6'ya kadar gerilemesine neden olmuştur. Özsermaye karlılığının cari dönemde gösterge tahvil getirisine yakın seyretmesine rağmen en çok işlem gören tahvilin 2008 ortalamasının altında kalması olumsuz bir gösterge olarak kabul edilebilir. Benzer perakende şirketlerinin özsermaye karlılığı ortalamalarına bakıldığında %28,5'lik bir rakam görülürken 2008 yılında arsa satışından dolayı olağan üstü bir kar elde eden CarrefourSA'yı ortalamadan çıkardığımızda rasyo ortalaması %26,2 olarak gerçekleşmektedir. 2007 yılında %21'lik özsermaye karlılığı elde eden Adese, 2008 yılında karlılığı düşüren tek seferlik giderler, kur etkisi ve yüksek amortisman giderleri ile özsermaye karlılığında sektör ortalamasının altında yer almıştır.



Kaynak: İMKB & Adese AVM A.Ş. & FT

Şekil 4.36. Özsermaye Karlılığı (2008)



Kaynak: İMKB & Adese AVM A.Ş.

Şekil 4.37. FAVÖK Marjı (2008)

Şirket'in FAVÖK marjı ise 2008 yılında %5,3 ile ortalamanın 0,5 puan Migros'un 2,1 puan altında kalmıştır.

Dupont Analizi

Dupont analizi özsermaye karlılığının nereden hangi oranda kaynaklandığını bulmaya yarar ve bu karlılığı 5 faktöre göre inceler. Bunlar; vergi, faiz, kar marjı, varlık devri hızı ve finansal kaldıraçtır (www.itusozluk.com, 2010). **Özsermaye Karlılığı** = [(**net kar / v.ö.k**) x (**v.ö.k / f.v.ö.k**) x (**f.v.ö.k / net satışlar**) x (**net satışlar / toplam varlıklar**) x (**toplam varlıklar / özsermaye**)] şeklinde hesaplanır (Okka, 2009:116). Şirket özsermayesinin nereden kaynaklandığını analiz ettiğimizde ise borçlanma oranının yüksekliğine rağmen borçlanma maliyetlerinin altında aktif karlılık üretildiğini görmekteyiz. Başka bir deyişle Şirket, bu şekilde bir borçlanma politikası yürütmeye devam ettikçe daha düşük özsermaye karlılığına ulaşacaktır. Aşağıdaki tablodan da anlaşıldığı gibi tüm perakende şirketlerinin özsermaye karlılığı net kar marjından ziyade borçlanma ve satış/aktif oranlarından kaynaklanmaktadır.

Tablo 4.12. Dupont Analizi

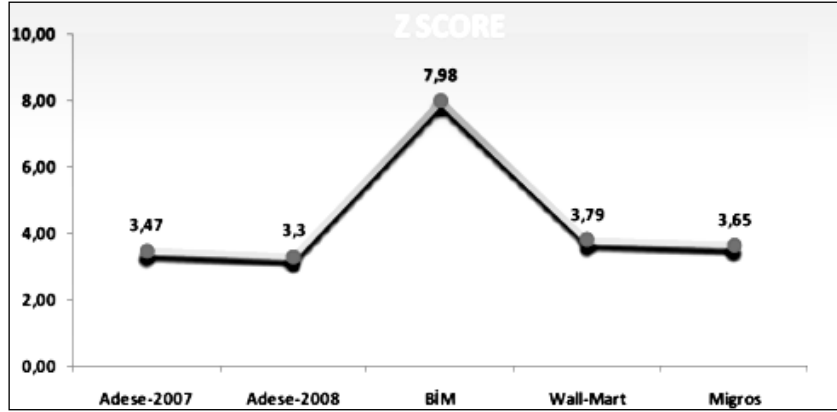
DUPONT ANALİZİ	ADESE 2007	ADESE 2008	BİM 2008	WAL-MART 2008
Aktif/Özsermaye	266,0%	367,0%	315,3%	253,1%
Net Satış/Aktif	169,0%	204,0%	505,7%	231,7%
Net Kar/Satış	4,6%	1,5%	2,7%	3,4%
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	21,0%	11,6%	42,9%	19,7%

Kaynak: Adese AVM A.Ş. & İMKB & FT

Adese, 2008 yılında 1 liralık varlığından 2 lira gelir elde ederken yüksek satış kabiliyeti, pazarlama ve dağıtım gücü özsermaye karlılığını oluşturan ana nedenler olarak görülmektedir. 2007 yılında %21 olan özsermaye karlılığı 2008 yılında %11,6'ya gerilerken satış kabiliyetindeki olumlu seyre karşın Şirket'in maliyetlerini kontrol edememesi ve artan borçluluğun yarattığı yüksek finansman gideri rasyoyu olumsuz etkileyen nedenler olarak görülmektedir.

Z Score Modeli

Şirket iflaslarının tahminine yönelik kullandığımız şirketlerin likidite, birikim, esas faaliyet karlılığı, borçluluk ve satış kabiliyetini ölçen Z Score Modeli, Amerikan şirketleri için iflasların 2 yıl önceden yüksek bir yüzde ile (%72-80) başarılı bir şekilde tahmin edilebileceğini ortaya koymuştur. Modelin en büyük dezavantajı ise Amerikan şirketlerini dikkate alarak oluşturulması ve iflasa giden yolda yönetim ayağını dikkate almamasıdır. Buna rağmen dikkate değer bir model olduğunu önemli göstergeleri barındırdığını düşünülmektedir (BMD,2009).



Kaynak: Bizim Menkul Değerler A.Ş., “İttifak Holding A.Ş. Değerleme Raporu”, 2009

Şekil 4.38. Z Score Modeli

Z score modele göre ticaret şirketlerinin 2,60'ın üzerinde yer alması firmaların güçlü bir mali yapıya sahip olduğunu gösterirken 1,10'un altında kalınması önemli bir risk göstergesi olarak nitelenmektedir. Adese ise 2008 bilanço verilerine göre gerçekleştirdiği 3,30'luk skoru ile tehlikeli bölgeden çok uzakta yer almaktadır. 2008 yılında esas faaliyet karlılığı bilanço payında gözlenen gerileme, düşük karlılık ve artan borçluluk modelde önemli bir ağırlığa sahip net satışlardaki yükselişe rağmen Z score'da 2007 yılının altında kalınmasına neden olmuştur (BMD,2009).

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Son tüketiciyle doğrudan temas noktasında bulunan perakendeciler, müşterinin beğenilerini ve tüketim eğilimlerini en yakından takip etme şansına sahip olmaları nedeniyle, devinime ve inovatif gelişmelere en fazla ihtiyaç duyan sektörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu özelliklerinden dolayı rekabet şiddetinin çok fazla olduğu sektörde, gerek faaliyet gösteren işletme sayısının çok olması, gerekse tüketicilerin satın alma davranışlarında sıklıkla değişim yaşanması işletmeleri eskisinden daha kaygan bir rekabet arenasına taşımıştır. Büyümenin en itici güçlerinden olan rekabet baskısı iç kaynakları yeterli olmayan işletmeler için dış büyümeyi uzun vadede daha az maliyetli ve rantabl bir stratejik alternatif haline getirmektedir.

Birleşmeye konu olan işletmelerin sahip oldukları tüm varlık ve yeteneklerini ortak bir havuzda birleştirerek rekabet yarışına birlikte devam etmeleri şeklinde özetlenen şirket birleşmeleri, çoğunlukla uzun vadede başarı ile sonuçlanmaktadır. Sınır ötesi birleşmelerde yaşanma ihtimali yüksek olan insan kaynaklarının doku uyumsuzluğu, ülkeler arası hukuki uyumsuzluk gibi nedenlerden kaynaklanan başarısızlık ihtimali aynı ülke menşeli şirketler arasındaki birleşmelerde daha az yaşanmakta ve bu da oryantasyon sürecini kısaltarak başarıya ulaşma ihtimalini artırmaktadır.

Bu çalışmanın inceleme sahası İttifak Holding'in perakende sektöründe faaliyet gösteren iki şirketi olan Adese ve indirim marketi olarak konumlandırılan Mercek arasında gerçekleşen birleşmedir. Çalışmanın ilk iki bölümünde ilgili yazının taranarak konunun tüm dinamikleri ile detaylı biçimde açıklanmasının ardından üçüncü bölümde bu iki işletme arasındaki birleşme süreci, birleşme öncesi ve sonrasına ilişkin verilerin derlenmesi ve analiz edilmesi yoluyla değerlendirilmiştir.

Çalışmada kullanılan verilerin çoğunun birinci elden, yani şirketin yöneticilerinden elde edilmiş olmasına karşın birtakım kısıtların da olumsuz etkilerine maruz kalınmıştır. Bu kısıtlardan en önemlisi birleşmenin yakın zamanda gerçekleşmiş olması nedeniyle yatırımın geri dönüşünün henüz kısa vadeli bir finansal değerlendirmeye bile yetecek kadar zamanı kapsamamasıdır.

Bu değerlendirme sonucu elde edilen en çarpıcı bulgu net satışlarda meydana gelen artıştır. Birleşme sonrası satışlar %34,4 oranında büyüyerek 456,9 Milyon TL dolayına ulaşmıştır. 2008 yılında ciro artışının temel nedeni olarak Mercek Mağazalarının Adese ile birleşerek şirket bünyesinde indirim mağazacılığı formatında hizmet vermesi gösterilebilir. Ancak fiyatların 2008 Küresel Finans Krizine bağlı olarak %9,3 arttığı ve ortalama net satış alanının %47 oranında büyüdüğü bir dönemde ciro büyümesinin %34,4 de kalması mağazadaki reel satışlar ve metrekare başı ciroların krizin de etkisiyle önemli bir gerileme gösterdiğine işaret etmektedir. Net satış alanındaki artışın doğal bir diğer sonucu ise faaliyet giderlerindeki artıştır.

Ayrıca aynı dönemde büyümenin hız kesmeden sürdürülmesi amacıyla Ereğli Adese ve Ereğli AVM yatırımlarının da etkisiyle finansman giderlerinin %189 oranında artarak 11,1 Milyon TL'ye ulaşması, vergi öncesi karın %55 oranında gerileyerek 8,8 Milyon TL olarak gerçekleşmesine sebep olmuştur. Bu durumun en temel nedeni ise finansal borçlanmanın döviz ile yapılmış olması ve küresel finans krizinde özellikle Dolar'ın yükselen değeridir. Ancak şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin ortalama bilanço payı %29,8 seviyesinde olması kısa vadeli yükümlülüklerin riskini minimize etmektedir.

Çalışmanın, Adese-Mercek birleşmesi incelenerek yukarıda birkaçı özetlenen sorulara yanıt verilmesi yoluyla yürütülmüş olması nedeniyle, gerek bu konuda araştırma

yapan ilgililere kuramsal çerçevede ve gerekse birleşme ve satın almalara konu olan ya da bundan sonra konu olacak işletmeler ve Türk Sanayiine uygulama çerçevesinde faydalı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, N., Tenker, N., (2001) *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*, Gazi Kitabevi, 7. Baskı, Ankara,
- Akın, B., (2010) *Temel İşletme, Girişimcilik, İş Kurma ve Yönetim*, Adres Yayınları, Ankara,
- Aktan, C., (2010, Aralık 10) “Bir Stratejik İttifak Örneği: Smart Car”, <http://www.vakoloji.com/bir-stratejik-ittifak-ornegi-smart-car/>,
- Altınparmak G., Serpil, (2004) “Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık”, *Şirket Birleşmeleri*, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul,
- AMPD, “AMPD Perakende Endeksi Ekim 2010”, <http://www.ampd.org/arastirmalar/default.aspx?SectionId=164>, Erişim Tarihi: 20.12.2010
- Analoui, F., Karami, A.,(2003) *Strategic Management in Small and Medium Enterprises*, Thomson Learning, London,
- Aslanoğlu, R., (Şubat 2000)“Bir Kültürel Karışım Olarak Küreselleşme”, *Global Yerel Eksende Türkiye*, Der. E. Fuat Keyman, A.Yaşar Sarıbay, Alfa, İstanbul,
- Aydemir, M., “Küreselleşme, Rekabet ve Sınır ötesi Birleşmeler: Daimler-Benz ve Chrysler Örneği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, Yıl:1998, Sayı:3
- Bahtiyar, M.,(2004) “Türk Ticaret Kanunu ile AB’nin Üçüncü Konsey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi”,*Şirket Birleşmeleri*, Editörler: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul,
- Bilgin, Z., Erdoğmuş, (2004)İ. E., “Birleşme ve Devralmalarda Uluslar arası Boyut ve Pazarlama Yansımaları”, *Şirket Birleşmeleri*, Editörler: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner,Alfa Yayıncılık, İstanbul,
- Bizim Menkul Değerler A.Ş., “*İttifak Holding A.Ş. Değerleme Raporu*”, 2009
- Bozkurt, V., Küreselleşme: *Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar*”, www.isguc.org/vbozkurt1.htm, Erişim Tarihi: 14.02.2008
- Brown, W., “Chrysler Corp., Daimler Benz Officially Announce Merger”, *The Washington Post*, <http://www-tech.mit.edu/V118/N25/chrysler.25w.html>, Erişim Tarihi: 28.06.05

- Büke, S., “*Şirket Evlilikleri*”, http://www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/B316FC9A-CC3B-48C3-8889-A561236F8102/2057/09_SIRKETEVLILIKLERI.pdf, Erişim Tarihi: 13.04.05
- Cangir, M.,(2001, Aralık) “Küreselleşme”, *Türk İdare Dergisi*, C.73, S.433,
- Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, (2010, Temmuz) “*Türkiye’nin En Değerli 100 Markası*”, Özel Araştırma, Sayı 2010/7,
- Cebeci, R., (2005) *Franchising Rehberi*, KOSGEB Girişimciliği Geliştirme Merkezi, <http://fakulteler.atauni.edu.tr/GAUM/pdf/franchisingrehberi.pdf>, Erişim Tarihi: 01.09.2010
- Cengiz, E., Özden, B., “Perakendecilikte Büyük Alışveriş Merkezleri ve Tüketicilerin Büyük Alışveriş Merkezleri İle İlgili Tutumlarını Tespit Etmeye Yönelik Bir Araştırma”, *Ege Akademik Bakış*, Ege Üniversitesi İktisadi İdari Siyasi Bilimler Dergisi, Sayı: 3, 2003
- Coşgun, M., (2004) “Finansal Analiz”, *Finansal Yönetim*, Ed.Nurhan Aydın, T.C.Anadolu Üniversitesi Yayını No:1465, 2.Baskı, Eskişehir,
- Cronin, J., Jr., Page, T. Jr. “An exemination of the relative impact of growth strategies on profit performance” *Europen Journal of Marketing*, Vol, 22, 1998, ss.55- 68
- Cusumano, M. A., Selby, R. W., (1995) *Microsoft Secrets*, Free Press, Nw York,
- Çalpınar, H., “*Rekabetçi Piyasa Sisteminde Yeni Ürünlerin Seçimiyle İlgili Modernizasyon Yatırım Kararlarını Değerlendirme Yöntemleri*,” Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi, Sayı 2, s.20
- Çalışkan, Ö., “*Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Bir Değerlendirme*” <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi13/dyy.htm>, Erişim tarihi: 22.06.05
- Çalışkan, Ö., “*Dünya Yatırım Raporu - 2002 Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Değerlendirmeler*”,
- Çubuk, Â., Lazol, İ., (2005) *Mali Tablolar Analizi*, Nobel Yayıncılık, Ankara.
- Deldağ, C., “*Başarılı Bir Brleşme İçin: Beklenti ve Stratejiler Belirgin Olmalı*”, <http://www.insankaynaklari.com/cn/ContentBody.asp?BodyID=2438>, Erişim Tarihi: 27.06.05
- Deloitte, “2007 Global Powers of Retailing”, http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/turkey-en_cb_Global_Powers_of_Retailing_07_310107.pdf, Erişim Tarihi: 29.09.07

- Deloitte, “Emerging from the Downturn: Global Powers of Retailing 2010”, http://www.deloitte.com/view/en_GX/global/industries/consumer-business-transportation/retail/article/6b79c2cd67b06210VgnVCM200000bb42f00aRCRD.htm, Erişim Tarihi: 22.11.2010
- Deloitte, “Migros ve BİM Dünya Perakende Devleri Arasında”, http://www.deloitte.com/view/tr_TR/tr/basin-odasi/basin-bultenleri/80a9ec8697136210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm, Erişim Tarihi: 19.12.2010
- Demir, Ö., (2003, Şubat) *Küresel Rekabette Etkin Devlet*, Nobel Yayınevi, Ankara,
- Demirci, E., (2007)“*Stratejik Girişimciliğin Firma Yenilikçiliğine Etkisi*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Doğan, Ö. İ., (2003)“İşletmelerin İç ve Dış Pazarda Rekabet Gücünü Etkileyen Faktörler ve Bir Uygulama”, *Dokuz Eylül Üniversitesi SBE Dergisi*, Cilt 5, Sayı 2,
- Doz, Y.L., (1999) Hamel, G., *Şirket İttifakları*, Çeviren: Atilla Bostancıoğlu, Sabah Kitapları, İstanbul,
- Eren, E., (1987) *İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim*, Bayrak Matbaacılık, 2. Baskı, İstanbul,
- Eren, E., (2006) *Stratejik Yönetim*, 3.Baskı, T.C.Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1491, Eskişehir,
- Erkoç, S.,(2006) “*KOBİ’ lerin Büyüme Yönelimlerinin Büyüme Stratejileri Açısından Analizi ve Aydın Organize Sanayi Bölgesinde Bir Arastırma*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya,
- Fernie, J., Fernie, S., MOORE, (2003) Christopher, **Principles of Retailing**, Butterworth Heinemann, USA,
- Fırat, A., Mortaş, M., (2005, Mayıs) “Çokuluslu İşletmelerin Yabancı Ülkeye Giriş Yollarından Biri: Ortak Yatırım (Joint Venture)”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl.8, Sayı.89,
- Fischman, T. C., (2006) *Çin Inc.*, Çev. Güneş Tokcan, Nalan B. Ünver, Klan Yayınları, İstanbul,
- Fortune Türkiye, (2010, Temmuz)
- Gel, O., (2002) *CRM Yolculuğu*, Sistem Yayıncılık, İstanbul,
- GFK Türkiye, “Tüketici Güven Endeksindeki Düşüş Devam Ediyor”, 04.04.2008 Tarihli Basın Bülteni

- Golden, B. R., (1992) "SBU Strategy and Performance: The Moderating Effects of The Corporate SBU Relationships", *Strategic Management Journal*, Vol,13,
- Güleş, H. K., Bülbül, H., (2004) *Yenilikçilik*, Nobel Yayıncılık, İstanbul,
- Hirst, P., Thompson, G., (2000, Mart) *Küreselleşme Sorgulanıyor*, Dost Kitabevi, Ankara,
- Kara, M., (2001) "Küreselleşme Tarafsız mı?" *Türkiye ve Siyaset Dergisi*, Kasım-Aralık,
- Karafakıoğlu, M., (2005) *Pazarlama İlkeleri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul,
- Kavrakoğlu, İ., (2002) GEDİK, Süleyman, BALKIR, Melike, **Yeni Rekabet Stratejileri ve Türk Sanayisi**, Tüsiad Yayınları, Yayın No: TÜSİAD-T72002-07/322, İstanbul,
- Kazgan, G.,(2002, Nisan) *Küreselleşme ve Ulus Devlet*, Bilgi Üniversitesi Yayınları,
- Keyman, F., Sarıbay, A.Yaşar, (2000, Şubat) Alfa, İstanbul,
- Kılıçkaplan, S., Hayırsever Baştürk, F., "Gibrat Yasası ve Firmalarda Büyüme,"8.*Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Fortune Türkiye, Temmuz 2010
- Konyalife, "Adese ve Mercek Birleşti", <http://www.konyalife.com.tr/haber/adese-ve-mercek-birlesti-2156.html>, Erişim Tarihi: 16.10.2009
- Kotler, P., (2000) *Marketing Management*, The Millennium Edition, Northwestern Universty, Prentice Hall International, New Jersey, USA,
- Kozlu, C., (2000) *Uluslar arası Pazarlama*, İş Bankası Yayınları, İstanbul,
- Kuşcuoğlu, C., "Birleşmeler Nasıl Gidiyor?", <http://www.insankaynaklari.com/cn/ContentBody.asp?BodyID=2404>, Erişim Tarihi: 27.06.05
- Menter, V., (2007, Ocak)"Joint Venture Sözleşmeleri ve Türk Mevzuatındaki Durumu", *Vergi Dünyası*,
- Mutlu, E. C., (1999) *Uluslar arası İşletmecilik*, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul,
- Nutt, P. C., (1993)"Planned Change and Organizational Success", *Journal of Strategic Change*, 2, 5,
- Odabaşı, Y., (2004) *Postmodern Pazarlama*, Mediacat Kitapları, İstanbul,
- Okka, O., (2005) *Finansal Yönetime Giriş*, Nobel Yayıncılık, Ankara,

- Okka, O., (2009) **Analitik Finansal Yönetim: Teori ve Problemler**, Nobel yayıncılık, Ankara,
- Öğüt, A., (2001, Kasım) *Bilgi Çağında Yönetim*, Nobel Yayıncılık, Ankara,
- Öncel, Ş., “Hiper Rekabet Ne Getirecek” *Capital*, Yıl:13, Sayı:2005/7
- Özdemir, E., (2006) “*Yatırımların Modernizasyonunda Kullanılan Karar Verme Tekniklerive Bir İşletme Örneğine Uygulanması*,”Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Kütahya,
- Papatya, N., (2005) *Sürdürülebilir Rekabette Stratejik Yönetim ve Pazarlama Odağı: Kaynak Tabanlılık Görüşü: Kavramsal ve Kuramsal Yaklaşım*, Nobel Yayıncılık, Ankara.
- Price Waterhouse Coopers, “Türk Perakende Sektörünün Değişimi ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri”, <http://www.pwc.com/tr/tr/publications/retail-sector.jhtml>, Erişim Tarihi: 22.12.2020
- Reinking, G., “ Daimler wirft Kerkorian Manipulation vor ” , *Financial Times Deutschland*, <http://www.ftd.de/ub/in/1047819386471.html?nv=rs>, Erişim Tarihi: 15.03.05
- Rugman, A., (2004) *Globalleşmenin Sonu*, Mediacat Kitapları, Ankara,
- Sabharwal, S., *Alternative Growth Strategies for Small Business*, http://www.du.ac.in/coursematerial/ba/esb/Lesson_10.pdf, s.141, Erişim Tarihi: 07.11.2007
- Surowiecki, J., “The Daimler-Chrysler Collision”, **Posted Friday**, 15 May 1998, <http://slate.msn.com/id/2654#ContinueArticle>, Erişim Tarihi: 02.05.05
- Swayne, L. E., Duncan, W. J. ve Ginter, P. M., (2005) *Strategic Management of Health Care Organizations*, 5th Edition, Blackwell Publishing,
- Şimşek, Ş., Akın, B., (2003) *Teknoloji Yönetimi ve Örgütsel Değişim*, Çizgi Kitabevi, Konya,
- Şimşek, Ş., Çelik, A., (2008) *Genel İşletme*, Eğitim Akademi Yayınları, Konya,
- Şimşek, Ş., (2008) *İşletme Bilimlerine Giriş*, Eğitim Kitabevi Yayınları, Konya,
- Tanyılmaz, K., (2004) “Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın almalar”, *Şirket Birleşmeleri*, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul,

Tek, Ö. B., (1999) *Pazarlama İlkeleri: Global Yönetimsel Yaklaşım Türkiye Uygulaması*, Betaş, 8.Baskı, İstanbul,

Tekin, M., Ömürbek, N., (2004) *Teknolojik İşbirliği*, Ankara,

Türk Ticaret Kanunu, Kanun No: 6762, Kabul Tarihi: 29 Haziran 1956,
http://www.hukuk.gen.tr/dergi/yazilar/ticaret_kanunu001.pdf, Erişim Tarihi:
10.04.05

Ülgen, H., Mirze, K., (2004) *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, Literatür Yayıncılık, İstanbul,

Ünüsân, Ç., Sezgin, M., (2007) *Pazarlama İlkeleri*, Literatürk Yayıncılık, İstanbul,

Webster, F. E.Jr., (1992) "The changing Role of Marketing in the Corporation", *Journal of marketing*, vol.56,

Yeldan, E., (2001) "*Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*", İletişim Yayınları, İstanbul,

Yılgör, A. G., (2004) "Şirket Birleşme, Ele geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi", *Şirket Birleşmeleri*, Editörler: Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner, Alfa Yayıncılık, İstanbul,

Yoshino, M., Rangan, S., (2000) *Stratejik İttifaklar*, Alfa Yayınları, İstanbul,

"Geleneksel Pazarlama ve CRM",
http://www.erpcrm.com/crm_anasf/crm_modeli_ua/traditional_one_to_one.htm,
Erişim Tarihi: 02.04.2004

www.ampd.org

www.kobifinans.com.tr

www.muhasebeturk.org

"Birleşme ve Satın alma Nedenleri",
http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr_neden.htm, Erişim Tarihi: 23.05.05

"Şirket Birleşmeleri", http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr_turler.htm, Erişim Tarihi: 11.07.09

<http://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>, Erişim Tarihi: 23.06.05

"Şirket Birleşmeleri Güncel Veriler", http://www.businessstomorrow.net/m&a_tr02.htm, Erişim tarihi: 17.05.05

“Kanada Yabancı Yatırım Ortamı ve Yasal Düzenlemeler”, http://www.abm-istanbul.org/dokumanlar/abm/bilgibankasi/ulkeler/buro_acma/kan-yab.htm, Erişim Tarihi: 22.06.05

<http://www.netbul.com/superstar/ozeldosyalar/ekonomi/ekodosya/birlesmeleri.asp>, Erişim Tarihi: 26.06.05

“ Die Fusion von Chrysler und Daimler-Benz was briengt sie für arbeiter? ”,
<http://www.wsws.org/de/1998/mai1998/mergg-m8.shtml>, Erişim Tarihi: 23.04.05

http://www.aveakurumsal.com.tr/tr/about/about_the_company/?sub=1&altsub=1, Erişim Tarihi: 19.04.09

<http://adese.com.tr/Kurumsal.aspx?page=Tarihce>, Erişim Tarihi: 11.09.2010

<http://www.avea.com.tr/tr/sta/hakkinda/hakkinda/aveahakkinda.shtml?pagemenu=hakkinda.hakkinda>, Erişim tarihi: 24.12.2010

<http://www.adese.com.tr/BasinAciklamasiDetay.aspx?recordId=2>, Erişim Tarihi: 22.09.2010

<http://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>, Erişim Tarihi: 16.04.05

<http://www.itusozluk.com/goster.php/dupont+analizi>

<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/OCAK2003/dünya.htm>, Erişim Tarihi: 18.06.05