

**T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**1998- 2008 YILLARI ARASINDA İMKB' DE GERÇEKLEŞMİŞ OLAN
YABANCI ŞİRKET ORTAKLIKLARININ MALİ AÇIDAN
PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

ORHAN ŞEN

**DANIŞMAN ÖĞRETİM ÜYESİ
Yrd. Doç. Dr. CEVDET KAYALI**

**MANİSA
2009**

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

1998- 2008 YILLARI ARASINDA İMKB' DE GERÇEKLEŞMİŞ OLAN YABANCI
ŞİRKET ORTAKLIKLARININ MALİ AÇIDAN PERFORMANSLARININ
DEĞERLENDİRİLMESİ

ORHAN ŞEN

DANIŞMAN ÖĞRETİM ÜYESİ
Yrd. Doç. Dr. CEVDET KAYALI

MANİSA
2009

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU

Tez No: **Konu:** **Üniversite Kodu:**
Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tezin yazarının

Soyadı: ŞEN **Adı:** Orhan

Tezin Türkçe adı: 1998- 2008 Yılları Arasında İMKB' de Gerçekleşmiş Olan Yabancı Şirket Ortaklıklarının Mali Açıdan Performanslarının Değerlendirilmesi

Tezin Yabancı adı: Evaluation of Financial Performances of Foreign Partnerships That Realized in ISE Between 1998- 2008.

Tezin yapıldığı

Üniversite: CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ **Enstitü:** SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ **Yılı:** 2009

Tezin Türü: 1- Yüksek Lisans

2- Doktora

3- Tıpta uzmanlık

4- Sanatta yeterlilik

Dili: Türkçe

Sayfa sayısı: 177

Referans sayısı: 354310

Tez Danışmanlarının

Ünvanı: Yrd. Doç. Dr. **Adı:** Cevdet

Soyadı: KAYALI

Türkçe anahtar kelimeler:

1- İşletmelerde Büyüme

2- Çok Uluslu İşletmeler

3- Birleşme ve Satın Almalar

İngilizce anahtar kelimeler:

1- Growth of Companies

2- Multinational Companies

3- Mergers and Acquisitions

Tarih: 17.11.09

İmza

ÖZET

Günümüzde çok uluslu işletmelerin yaşanan rekabete bağılı olarak gösterdikleri sürekli büyüme çabaları gözlenen bir gerçektir. Bu açıdan bakıldığında küresel ekonomik şartlarda birleşme ve satın almalar çok uluslu işletmelerin yoğun olarak tercih ettikleri bir büyüme stratejisi olarak kabul edilebilir. Bu araştırmada birleşme ve satın alma yoluyla büyümeyi tercih eden uluslar arası işletmelerin ülkemizde gerçekleştirdikleri birleşme ve satın almalar ele alınmıştır.

Bu açıklamalar ışığında çalışmada, 1998- 2008 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleştirilen yabancı ortaklı birleşme ve satın almalar mali açıdan değerlendirilmiştir. Gerçekleştirilen bu birleşme ve satın almaların işletmelerin mali yapılarına olan farklı etkileri açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İşletmelerde Büyüme, Çok Uluslu İşletmeler, Birleşme ve Satın Almalar.

ABSTRACT

It has been observed that in a modern economy, multinational companies have shown sustainable growth struggles due to global rivalry. At this point mergers and acquisitions are intensively accepted as a growth strategy by the multinational companies. In this research, mergers and acquisitions have been taken up that realized in our country by corporations which preferred the way for growing by merger and acquisition.

In the light of this explanation, mergers and acquisitions that realized by foreign corporations in Istanbul Stock Exchange were examined financially for the 1998- 2008 period. In conclusion, this study tries to explain the different effects of mergers and acquisitions onto financial structure of mentioned firms.

Key Words: Growth of Companies, Multinational Companies, Mergers and Acquisitions.

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “**1998- 2008 Yılları Arasında İMKB’ de Gerçekleşmiş Olan Yabancı Şirket Ortaklıklarının Mali Açıdan Performanslarının Değerlendirilmesi**” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

17.11.2009

Orhan ŞEN

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü / / tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü öğretim Yönetmeliği'nin 8. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Programı öğrencisi Orhan ŞEN "1998- 2008 Yılları Arasında İMKB' de Gerçekleşmiş Olan Yabancı Şirket Ortaklıklarının Mali Performanslarının Değerlendirilmesi Üzerine Bir Çalışma" Konulu tezi incelenmiş ve aday / / tarihinde saatda/de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra..... dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna	<input type="checkbox"/>	<u>OY BİRLİĞİ</u>
DÜZELTME yapılmasına	*	<u>OY ÇOKLUĞU</u>
RED edilmesine	**	ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.

BAŞKAN

ÜYE

ÜYE

Evet Hayır

*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER.....	viii
KISALTMALAR.....	xvi
ÖNSÖZ.....	xvii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM İŞLETMELERDE BÜYÜME

1.1. İŞLETMELERDE BÜYÜME KAVRAMI.....	2
1.1.1. İçsel Büyüme.....	3
1.1.2. Dışsal Büyüme.....	3
1.1.3. Dışsal Büyüme Stratejileri.....	4
1.1.3.1. Stratejik İttifaklar.....	4
1.1.3.2. Birleşme veya Satın Alma Stratejileri.....	5
1.2. BİRLEŞMELER VE SATINALMALAR.....	6
1.2.1. İşletme Birleşmeleri Tanımı ve Türleri	6
1.2.1.1. Birleşme Tanımı.....	6
1.2.1.2. Birleşme Türleri.....	7
1.2.1.2.1. Yatay Birleşmeler	7
1.2.1.2.2. Dikey Birleşmeler	8
1.2.1.2.3. Dairesel Birleşmeler	10
1.2.1.2.4. Çok Yönlü Birleşmeler.....	11
1.2.2. İşletme Satın Almaları Tanımı ve Türleri.....	11
1.2.2.1. Satın Alma Tanımı	11
1.2.2.2. Satın Alma Türleri.....	12

1.2.2.2.1. Düşmanca Satın Almalar.....	12
1.2.2.2.2. İlimli Satın Almalar.....	12
1.2.2.2.3. Yeni Strateji ile Satın Almalar.....	13
1.2.2.2.4. Finansal Satın Almalar.....	13
1.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMA METOTLARI.....	13
1.3.1. İki İşletmenin Aynı İşletmede Birleşmesi.....	13
1.3.2. İktisap Eden Firmanın Hedef Firmanın Senetlerini Alması.....	14
1.3.3. Hedef Firmanın Varlıklarının Satın Alınması.....	14
1.3.4. Borçlanarak Satın Alma.....	15
1.4. İŞLETMELERDE BİRLEŞMELER VE SATINALMALARIN NEDENLERİ..	16
1.4.1. Sinerji Etkisi Yaratma	16
1.4.2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma	17
1.4.3. Finansal Sebepler.....	18
1.4.4. Vergi Avantajı Sağlama.....	19
1.4.5. Yönetimde Etkinlik.....	20
1.4.6. Rekabet Avantajları.....	20
1.4.7. Faaliyet Çeşitlendirme.....	21
1.4.8. Yeni Teknoloji	22
1.4.9. Psikolojik Sebepler.....	23
1.5. İŞLETMELERDE BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ.....	23
1.5.1. Birleşme Planlaması.....	24
1.5.2. Ortak ya da Hedef İşletmenin Araştırılması ve Seçimi.....	25
1.5.3. Seçilen İşletmenin Ayrıntılı Analizi	26
a. İşletme Örgüt Yapısının İncelenmesi.....	27
b. Hedef İşletmenin Değerinin Hesaplanması.....	27
c. Yasal Prosedürler.....	28
1.5.4. Birleşme ve Satın Alma Sonrası Entegrasyon.....	29

1.6. DÜNYADA İŞLETME BİRLEŞME VE SATINALMALARI.....	30
1.6.1. Birinci Dalga (1897- 1904).....	31
1.6.2. İkinci Dalga (1916- 1929).....	32
1.6.3. Üçüncü Dalga (1965- 1969).....	32
1.6.4. Dördüncü Dalga (1981- 1990).....	33
1.6.5. 1990 Yılı İtibarıyla Birleşme ve Satın Alma Dalgası.....	33
1.7. TÜRKİYE' DE İŞLETME BİRLEŞME VE SATINALMALARI.....	40

İKİNCİ BÖLÜM

1998- 2008 YILLARI ARASINDA İMKB'DE GERÇEKLEŞTİRİLEN YABANCI ORTAKLI BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR

2.1. AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş. Velios Limited (Euroasia Cinemas B.V.) Birleşmesi.....	43
2.2. Alarko Holding A.Ş. Carrier HVACR Investment B.V. Birleşmesi.....	44
2.3. Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş. Cementir Holding S.A. Birleşmesi.....	45
2.4. Deva Holding A.Ş. Eastfarma Sarl Birleşmesi.....	46
2.5. Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. Zentiva N.V. Birleşmesi.....	47
2.6. İzocam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Alamana Industries Co. - Saint Gobain Isover Konsorsiyumu Birleşmesi	48
2.7. Kent Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Cadbury Schweppes Overseas Ltd. Birleşmesi	49
2.8. Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin Tesco PLC Tarafından Satın Alınması.....	50
2.9. Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Dinter Gmbh Birleşmesi.....	51
2.10. Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Aetna S.A. Birleşmesi.....	52

2.11. Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin Moonlight Capital S.A. Şirketi Tarafından Satın Alınması.....	53
2.12. Petkim Petrokimya Holding A.Ş. Özelleştirmesi	54
2.13. Petrol Ofisi A.Ş. OMV Aktiengesellschaft Birleşmesi.....	55
2.14. Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş. Mondi Packing Corrugated BV Birleşmesi.....	56
2.15. Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. Carlsberg Breweries Birleşmesi	57

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB' DE YABANCI ORTAKLARLA GERÇEKLEŞTİRİLEN BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN MALİ PERFORMANSLARININ ORANLAR YÖNTEMİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. UYGULAMANIN AMACI.....	60
3.2. UYGULAMANIN YÖNTEMİ.....	60
3.2.1 Likidite Oranları.....	61
3.2.1.1. Cari Oran	62
3.2.1.2. Asit Test Oranı.....	62
3.2.1.3. Nakit Oranı.....	63
3.2.2. Finansal Yapı Oranları.....	64
3.2.2.1. Finansal Kaldıraç Oranı.....	64
3.2.2.2. Finansman Oranı.....	64
3.2.2.3. Özsermaye Oranı.....	65
3.2.2.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı.....	65
3.2.2.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı.....	65
3.2.3. Verimlilik Oranları.....	66
3.2.3.1. Aktif Devir Hızı Oranı.....	66
3.2.3.2. Özkaynak Devir Hızı Oranı.....	66

3.2.4. Karlılık Oranları	66
3.2.4.1. Mali Karlılık Oranı.....	67
3.2.4.2. Varlıkların Karlılığı Oranı.....	67

3.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMAYA GİDEN İŞLETMELERİN

BİRLEŞME VE SATIN ALMA SONRASI MALİ PERFORMANSLARI.....68

3.3.1. AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	68
3.3.2. Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	71
3.3.3. Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı	77
3.3.4. Deva Holding A.Ş. Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	81
3.3.5. Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	84
3.3.6. İzocam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	87
3.3.7. Kent Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	89
3.3.8. Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin Satılma Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	93
3.3.9. Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	97
3.3.10. Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	99
3.3.11. Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin Satılma Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	102
3.3.12. Petkim Petrokimya Holding A.Ş.'nin Özelleştirme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı	104
3.3.13. Petrol Ofisi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı	106

3.3.14. Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	109
3.3.15. Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı.....	111
3.4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	115
Ekler.....	118
Kaynaklar.....	155

TABLULAR

Tablo 1. 1897- 1904 Yılları Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar.....	31
Tablo 2. 1965- 1969 Yılları Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar.....	33
Tablo 3. Uluslar Arası Birleşme ve Satın Almalar 1998- 2008	35
Tablo 4. Dünyada Sektör Bazında İşletme Birleşme ve Satın Almaları (1998- 2008).....	36
Tablo 5. Rekabet Kurulu Tarafından Sonuçlandırılan Birleşme ve Satın Alma Kararları.....	41
Tablo 6. Uluslar Arası Doğrudan Yatırım Girişleri.....	42
Tablo 7. AFM Film Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	44
Tablo 8. Alarko Carrier Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	45
Tablo 9. Çimentoş Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	46
Tablo 10. Deva Holding Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	47
Tablo 11. Kent Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	50
Tablo 12. Kipa Satılma Sonrası Sermaye Yapısı.....	51
Tablo 13. Konfrut Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı	52
Tablo 14. Merko Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı	53
Tablo 15. Migros Türk Satılma Sonrası Sermaye Yapısı.....	54
Tablo 16. Petkim Özelleştirme Sonrası Sermaye Yapısı.....	55
Tablo 17. Petrol Ofisi Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	56
Tablo 18. Tire Kutsan Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	57
Tablo 19. Türk Tuborg Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı.....	58
Tablo 20. İMKB’de İşlem Gören Birleşmeye ve Satın Almaya Giden Firmalar	59
Tablo 21. AFM Film Oranlar Tablosu.....	69
Tablo 22. Alarko Carrier Oranlar Tablosu.....	72
Tablo 23. Çimentoş Oranlar Tablosu.....	78
Tablo 24. Deva Holding Oranlar Tablosu	82
Tablo 25. Eczacıbaşı Oranlar Tablosu	85
Tablo 26. İzocam Oranlar Tablosu	88
Tablo 27. Kent Gıda Oranlar Tablosu	90

Tablo 28. Kipa Oranlar Tablosu	94
Tablo 29. Konfrut Gıda Oranlar Tablosu.....	98
Tablo 30. Merko Gıda Oranlar Tablosu.....	100
Tablo 31. Migros Oranlar Tablosu.....	103
Tablo 32. Petkim Oranlar Tablosu.....	105
Tablo 33. Petrol Ofisi Oranlar Tablosu.....	107
Tablo 34. Tire Kutsan Oranlar Tablosu	110
Tablo 35. Türk Tuborg Oranlar Tablosu	112

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	Anonim Şirket
DTP	Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırım
FDI	Foreign Direct Investment
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISA	Istanbul Stock Exchange
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuoyunu Aydınlatma Platformu
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
M&A	Mergers and Acquisitions
ÖİB	Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TNC	Transnational Corporation
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

ÖNSÖZ

Günümüzde yaşanan küresel rekabet, işletmelerin dışsal büyüme hedeflerine ulaşmaları adına, birleşme ve satın alma faaliyetlerine giderek daha fazla yönelmelerine neden olmaktadır.

Bu çalışmada, genel anlamda ülkemizde yabancı bir yatırımcı ile birleşme ve satın alma yoluyla yeniden yapılanan işletmelerin mali performansları üzerinde durulmuştur.

Bununla birlikte bu sıkıntılı çalışma sürecinde manevi maddi tüm desteğini benden esirgemeyen aileme ve sevgili hocam Yar. Doç. Dr. Cevdet KAYALI' ya çok teşekkür ederim.

GİRİŞ

19. Yüzyılın sonlarına yaklaşılmaya ulusal çapta karşımıza çıkan işletme birleşme ve satın almaları, devam eden yüzyılda sürekli olarak büyüyen pazarların cazibesıyla uluslar arası bir düzeye ulaşmış ve takip eden süreçte işletmeler açısından vazgeçilemez bir büyüme stratejisi haline dönüşmüştür. Günümüze geldiğimizde ise sürekli karşımıza çıkan küreselleşme kavramını anlamlandıran uluslar arası işletmeler açısından birleşme ve satın almalar, artık kaçınılmaz bir dışsal büyüme yöntemi olarak kullanılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, ülkemizin geliştirmekte olan bir ekonomi olduğu ve bünyesinde fırsatlar barındırdığı göz önüne alındığında uluslar arası yatırımcılar açısından Türkiye açık bir hedef konumundadır.

Çalışmada, ülkemizde yabancı işletmelerle gerçekleştirilen birleşme ve satın almaların işletmeler üzerindeki mali etkileri araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, işletmeler açısından büyüme kavramı, birleşme ve satın alma tanımları, türleri, yöntemleri, nedenleri ve süreçleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bölüm sonunda ise dünyada ve ülkemizde gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1998- 2008 yılları arasında üretim ve hizmet sektöründe gerçekleşen yabancı ortaklı birleşme ve satın almalar ayrıntılı olarak tanıtılmıştır. Ele alınan birleşme ve satın almaların hakim hissedarları yabancı ortaklardır.

Son bölümde ise gerçekleşmiş olan birleşme ve satın almaların birleşme öncesi ve sonrası mali performansları oranlar analizi yöntemiyle değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLETMELERDE BÜYÜME

1.1. İŞLETMELERDE BÜYÜME KAVRAMI

Günümüzde işletmeler sektörlerinde durumlarını geliştirebilmek ve daha fazla getiriri elde edebilmek amacı ile mevcut varlık ve yeteneklerine de güvenerek daha fazla gelişmek ve büyümek arzusuna sahip olmak mecburiyeti içerisinde olduklarıdır. Büyüme bu anlamda sadece sektör içi alanlarda olmayıp sektör dışında farklı alanlarda da olabilmektedir. Bu doğrultuda büyüme stratejisi, arzulanan ve genellikle yöneticiler tarafından amaçlanan, toplumca ve paydaşlarca olumlu çağrışımlar yaratan bir temel strateji olarak işletmenin değerini yükselten bir görünüme sahiptir. Dolayısıyla yöneticiler bu temel stratejiyi uygulama ve sürdürülebilirlik için sürekli bir çaba sarf ederler. Bu strateji: topluma, paydaşlara ve stratejistlere beklentilerinin gerçekleşmesine yardımcı edebilecek, refahı arttırabilecek bir strateji olup, her zaman arzu edilen kabul edilen mal ve hizmetlerin piyasa koşullarına bağlı olarak işletmenin karlılık ve piyasa payını arttırmaya yöneliktir.¹

Bu çerçeveden hareketle günümüzde yaşanan uluslar arası rekabet koşullarında işletmelerin piyasa değerinin maksimize etme hedeflerine ulaşmaları çok daha önemli hale gelmiştir. Bunun için işletmeler; tedarik, üretim, finansman, pazarlama ve yönetim fonksiyonlarında sinerji etkisinden yararlanarak büyümeye ihtiyaç duymaktadırlar ve duymaya devam edeceklerdir.²

¹ ÜLGEN, Hayri; MİRZE, Kadri: 'İşletmelerde Stratejik Yönetim' , Literatür Yayınları , İstanbul , 2004, s. 200- 201.

² ÇELİK, Orhan. ; 'Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi', Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s. 320.

Literatürde işletmelerde büyüme genel olarak içsel büyüme ve dışsal büyüme olarak incelenmektedir.

1.1.1. İçsel Büyüme

Bu büyüme modelinde işletmeler sahip oldukları iç ve dış kaynakları kullanarak büyüme yoluna gitmektedirler. Bu doğrultuda bakıldığında genelde küçük ölçekli işletmelerin bu stratejiyi daha çok benimsedikleri görülebilmektedir.³

Böyle bir stratejiyi benimseyen işletme daha güçlü ve uzun ömürlü olmak amacıyla iç yapısını sürekli geliştirmek zorunda kalacaktır. Bu gelişme ekonomik, fiziksel, örgütsel boyutlu bir büyüme biçiminde yaşanabilir. Bu çok yönlü büyüme biçimlerinin birlikte gelişmesi işletmenin sağlıklı büyümesi açısından da önemli ve gereklidir.⁴

1.1.2. Dışsal Büyüme

Dışsal büyüme kavramı ile firmanın başka işletmeleri veya onların kaynaklarını kullanarak büyümesi ile kendi ülkesi dışındaki pazarlarda büyümesi kastedilmektedir. İşletmeler büyümelerini sadece kendi kaynakları ile sağlayabilecekleri gibi, başka işletmelerin kaynaklarını kullanarak da gerçekleştirebilirler. Ayrıca işletmeler sadece kendi ülkelerinin pazarlarında değil birçok yabancı ülkenin pazarında ve yine birçok yabancı işletme ile işbirliği faaliyetinde bulunabilirler. Kısaca işletme dışı büyüme olarak tanımlanan bu stratejiler, mevcut mamul / pazar alanında olabileceği gibi, yeni mamul / pazar alanında da uygulanabilir. Yani, bu bütünleşme ve çeşitlendirme stratejileri, başka işletmelerle birleşerek veya ortak işbirliği yaparak da uygulanabilmektedir.⁵

³ CEYLAN, Ali: ‘**İşletmelerde Finansal Yönetim**’, Ekin Yayınları, Bursa, 2001, s. 312.

⁴ SABUNCUOĞLU, Zeyat; TOKOL, Tuncer: ‘**İşletme I- II**’ Furkan Ofset, Bursa, 1997, s. 123.

⁵ DİNÇER, Ömer: ‘**Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**’, Beta Basım, İstanbul, 2004, s. 211.

1.1.3. Dışsal Büyüme Stratejileri

Yukarıda yapılan açıklamalar doğrultusunda işletmelerin çeşitli dışsal büyüme stratejilerini benimseyerek büyümeyi amaçladıklarını görebilmekteyiz. Çalışmada bu büyüme stratejileri iki kısımda anlatılacaktır;

- Stratejik İttifaklar
- Birleşme veya Satın Alma Stratejileri.

1.1.3.1. Stratejik İttifaklar

Stratejik ortaklıklar, şirket koalisyonları, işbirliği antlaşmaları olarak da kavramlaştırılan “Stratejik İttifak”lar iki veya daha fazla sayıdaki bağımsız şirketin, belirli bir stratejik amaç doğrultusunda işbirliği yapmak için bir araya gelmeleriyle oluşan anlaşmalardır. İşletmeler arasında çeşitli şekillerde ortaya çıkan dayanışma ve kaynak birleştirme faaliyetlerinin genel bir adıdır.⁶

Stratejik ittifaklar genel bir yaklaşımla altı başlıkta toplanabilir:

- i. Teknoloji geliştirme ortaklıkları: Taraflar teknoloji geliştirme maliyetini ve riskini paylaşmak, geliştirilmiş teknolojiyi ortak kullanmak veya liderden takipçilerine teknoloji aktarmak üzere işbirliği yapabilir.
- ii. Operasyonlar ve destek hizmetleri (lojistik) için ortaklık: İmalatı iyileştirmek ve verimliliği arttırmak; öğrenme tecrübelerini edinmek; know-how almak, ülkenin rekabet üstünlüğünden yararlanmak üzere kurulan işbirliklerdir.
- iii. Pazarın zorlamasıyla ortaya çıkan pazarlama, satış ve hizmet ortaklıkları.
- iv. Çok faaliyetli ortaklıklar: Yukarıda belirtilen faaliyetlerden iki veya daha fazlası için yapılan işbirlikleri.
- v. Tek ülke veya çok ülke ortaklıkları: Coğrafi olarak bir ülke veya birden çok ülke ile işbirliği gerçekleştirme

⁶ DİNÇER, Ömer, s. 213- 215.

- vi. X ve Y ortaklığı: Her bir ortağın sahip olduğu temel yetenek ve değerlere dayalı bir işbirliğidir.⁷

Bu doğrultuda stratejik ittifaklar: Lisans anlaşmaları, acentelik, üretim imtiyaz hakkı, dış kaynakları kullanma, yönetim anlaşmaları, anahtar teslimi işler ve ortak yatırım şeklinde gerçekleştirilmektedir.

1.1.3.2. Birleşme veya Satın Alma Stratejileri

Birleşme, en genel anlamıyla iki ya da daha fazla işletmenin tüm kaynaklarını bir araya getirerek yeni bir işletme olarak varlığını devam ettirmesi stratejisidir. Bu bakımdan birleşmeler satın alma stratejisini de kapsamaktadır. Yani satın alma stratejisi gerçekte birleşmenin değişik bir şeklini ifade etmektedir. Satın alma stratejisinde alıcı şirket hedef işletmeyi tüm borç ve alacaklarıyla kendi bünyesine katmaktadır. Yani hedef işletmenin hukuki varlığı tamamen ortadan kalkmaktadır.⁸

Birleşme ve satın almalara devam eden bölümlerde ayrıntılı bir şekilde değinileceği için burada sadece kısaca ele alınmıştır.

⁷ YOUNG, Stephan; WHEELER, Colin; DAVIES, Richard: '**International Market Entry and Development**', Prentice Hall, New Jersey, 1989, s. 274- 275.

⁸ LUFFMAN, George ve Diğerleri: '**Business Policy: An Analytical Introduction**', Basil Blackwell Ltd., London, 1987, s. 115.

1.2. BİRLEŞMELER VE SATINALMALAR

Yerli ve yabancı literatürün hemen hemen tamamında birleşme kavramı açıklanırken satın alma kavramı da beraberinde açıklanmaktadır. Ancak bazı kaynaklar satın alma stratejisini birleşmelerden bağımsız fakat aynı amacı güden bir yöntem olarak açıklamakta, diğer kaynaklar ise aynı amacı içerdiğinden dolayı satın almaları birleşme yönetiminin bir türü olarak kabul etmektedirler. Birleşme ve satın almalar konusundaki bu farklılık daha çok hukuki düzenlemelerde kendini göstermektedir.⁹ Örneğin Türk Ticaret Hukuku'nda iki ya da daha fazla teşebbüsün bir araya gelip eski tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir tüzel kişilik kazanmasını birleşme olarak tanımlamaktadır. Devralma ise bir teşebbüsün başka bir teşebbüsü satın aldıktan sonra satın alan teşebbüsün hukuki niteliğinin devam ederken, devralınanların hukuki varlığının sona ermesi şeklinde tanımlanmaktadır.

Çalışmada bu iki kavram sadece "birleşme" çatısı altında verilmeyip ayrı ayrı tanımlanacak ve açıklanacaktır.

1.2.1. İşletme Birleşmeleri Tanımı ve Türleri

Sözlük tanımı olarak şirket birleşmeleri: İki firmanın, hukuki varlıklarını sona erdirerek, yeni yasal unvan altında bir araya gelmeleri sonucu, her türlü varlık ve yükümlülüklerin yeni oluşturulan firmaya devredilmesi ya da bu iki firmadan birinin diğerine katılması olarak tanımlanmaktadır.¹⁰ Aşağıda birleşme tanımı ve türleri hakkında ayrıntılı bilgi verilecektir.

1.2.1.1. Birleşme Tanımı

SPK' nin birleşme mevzuatında yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme: İki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni

⁹ COULTARD, Frank: 'Merger But Not An Acquisiton', Circuit World, Aralık 2000, Sayı 26, s. 84.

¹⁰ Türk Dil Kurumu, <http://tdkterim.gov.tr/bts>, 10.03.2009.

bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesi olarak tanımlanmıştır. Bu doğrultuda birleşmeler genelde benzer büyüklükteki iki işletme arasında piyasa gücünü ve verimliliği arttırmak amacıyla gerçekleştirilen işbirliği stratejileri olarak görülmektedirler.¹¹

Gerçekleşen birleşmeler aynı ülke sınırları içinde olabileceği gibi farklı ülke işletmeleri arasında da olabilmektedir. Aynı ülke firma birleşmeleri yerli birleşmeler, farklı ülke işletmelerinin birleşmeleri ise sınır ötesi birleşmeler olarak tanımlanmaktadır.¹² Yerli birleşmelerdeki amaç yabancı rekabete ayak uydurabilmek ve işletme faaliyetlerini dış pazarlara açmaktır. Sınır ötesi birleşmelerin amacı ise artan uluslar arası rekabetle başa çıkma, ölçek ekonomisinden yararlanma, yeni pazarlara ulaşarak büyümeyi sürdürmeyi sağlamaktır.

1.2.1.2. Birleşme Türleri

Literatürde işletme birleşmeleri farklı biçimlerde karşımıza çıkmaktadır. Ancak bu çalışmada işletme birleşmeleri dört grupta anlatılacaktır.¹³

1. Yatay Birleşmeler
2. Dikey Birleşmeler
3. Dairesel Birleşmeler
4. Çok Yönlü Dağılma İle Birleşmeler

1.2.1.2.1. Yatay Birleşmeler

Aynı iş kolunda faaliyet gösteren firmaların birleşmeleri, yatay birleşme olarak anılmaktadır. Bu tür birleşmelerde amaç mevcut uzmanlıklardan

¹¹ GEDİKKAYA, Türkan; GÜRLER, Cihangir: **‘Birleşmeler Ve Edinimler’**, T.C. Merkez Bankası Yayını, Ankara, 1999, s. 2.

¹² DPT, **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, s. 13.

¹³ COMPARE, J. Solomon: **‘Economics’**, Printice Hall, New Jersey, 1991, s. 252- 259.

yararlanarak güç birliği yapmaktadır. Yatay birleşmelerden beklenen yararlar şunlardır:

- Kaynakların etkin kullanımına zemin hazırlamak,
- Üretimde ihtisaslaşma ve üretim maliyetlerinde tasarruf,
- Mal ve hizmet pazarlamasında, dağıtım kanallarında avantajlı duruma yükselmek,
- Üretim teknolojisinde ve diğer konularda işbirliği,
- Birleşme öncesi aleyhte gelişen rekabetin ortadan kalkması ile ortak amaçlara yönelme fırsatının doğması,¹⁴

Anlaşılacağı üzere yatay birleşmeler aynı iş kolunda ve rakipler aleyhinde gelişen bir birleşmedir.

1.2.1.2.2. Dikey Birleşmeler

Bir mal veya hizmetin üretiminden satışına kadar farklı aşamalarında faaliyette bulunan firmalar arasında yapılan birleşmelerdir. Bu tür birleşmelerde işletmeler arasında alıcı satıcı ilişkisi ya da aynı ürünlerin farklı aşamalarında faaliyette bulunan şirketler söz konusudur.¹⁵

Dikey birleşme şirketlerin önemli büyüme stratejilerinden birisidir. Bu aşamada karı ele geçirmek amacıyla firmaların geriye doğru (kaynaklar) ve ileriye doğru (dağıtım kanalları) genişlemesini öngörür. Bu genişleme mevcut teknolojilere bağlı kalabilir veya yeni teknolojiler gerektirebilir.¹⁶

¹⁴ PEUROUSE, E. T. : ‘**The Theory Of The Growth Of The Firm**’, Basil Blackwell, London, 1963, s. 35.

¹⁵ AYDIN, Nurhan: ‘**İşletmelerin Dışsal Büyümeleri: Birleşme, Satın Alma ve Konsolidasyon**’, Eskişehir Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, Kasım 1986, s. 201- 202.

¹⁶ DİNÇER, Ömer, s. 207.

- İleri doğru bütünleşme esnasında, işletme kendi mamullerini tüketen veya kullananlara doğru ilerler. Böylece yönetim üretme-pazarlama zinciri içerisinde başka bir safhayı da kontrol altına almayı amaçlamaktadır. Bu stratejileri uygulayabilmek;
 - i. Mevcut dağıtım kanalları pahalı ve işletmenin dağıtım ihtiyacını karşılayamıyorsa,
 - ii. Dağıtıcıların hâlihazırdaki kalitesi, işletmeye rekabet üstünlüğü sunmada sınırlı kalıyorsa,
 - iii. İşletme, büyüyen bir sanayi kolunda faaliyette bulunuyorsa,
 - iv. Dağıtım yapabilecek beşeri ve mali kaynakları varsa,
 - v. Belirli bir mamulü üretmek üstünlük sağlayacaksa,
 - vi. Dağıtıcı ve satıcıların kar oranı yüksek ise mümkün olacaktır.¹⁷

- Geriye doğru bütünleşme; işletmenin üretimden önceki safhalarına doğru faaliyetlerini genişletmesiyle ortaya çıkar. Yani işletme böyle bir durumda kendi kullandığı hammadde veya malzemeyi üretmeye başlamaktadır. Eğer bir işletme;
 - i. Mevcut satıcıların fiyatları yüksekse veya işletmenin ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalıyorsa,
 - ii. Satıcılara karşı bir güvensizlik söz konusu ise,
 - iii. Rakiplerin çok sayıda olmasına karşın satıcılar az ise,

¹⁷ BARNETT, John H.; WILSTED, William D.: 'Strategic Management: Text and Concepts', PWS Kent Publishing Company, Boston, 1989, s. 156.

- iv. İşletmenin mali ve beşeri kaynakları yeterli ise,
- v. Fiyatlardaki dengenin sağlayacağı üstünlükler önemliyse,
- vi. Satıcıların kar oranları yüksekse,
- vii. İhtiyaçları temin etmede çabukluk önemliyse, geriye doğru dikey bütünleşme ve birleşme stratejisi seçilebilir.¹⁸

Geriye doğru birleşmede sağlanan faydalar iki kategoride incelenebilir. Birincisi, girdilerin istenen zamanda, istenen kalitede, istenen miktarda elde edilmesinin kontrol edilebilirliğidir. İkincisi, işletmenin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdilerin kendi yapısında daha az maliyetle üretiminin sağlanabilirliğidir. Böylece hem işletmeler açısından hem de tüketiciler açısından ek tasarruflar sağlanmış olacaktır. İleriye doğru birleşmede ise, şirketler pazarlama fonksiyonunda sinerji etkisinden yararlanırlar.¹⁹

1.2.1.2.3. Dairesel Birleşmeler

Aynı ürünün üreticisi durumunda olmayan (yatay), aralarında tedarik ya da müşteri ilişkisi bulunmayan (dikey), ancak üretim süreci, teknoloji ve piyasalar açısından birbirleriyle ilişkili aynı genel sektördeki işletmelerin birleşmesi benzer alanlarda birleşme olarak ifade edilir.²⁰

Bu tür birleşmelerde, işletmeler arasında yatay ve dikey bir ilişki bulunmamakla beraber birbiri ile ilintili faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesini ifade etmektedir.

¹⁸ BARNETT, WILSTED; s. 156.

¹⁹ AYDIN, Nurhan: 'İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği', Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara, 1990, s. 10.

²⁰ WETSON, J. F.; EUGENE F. Brigham: 'Essential of Managerial Finance', The Dreyden Press, Hercourt Brace Collage Publishers, Florida, 1973, s. 790.

1.2.1.2.4. Çok Yönlü Birleşmeler

İşletmelerin esas mal veya hizmet üretimi ve pazarlamasının dışına kayarak gerçekleştirilen birleşmelerdir. Amaç farklı alanlara yatırım yaparak grup riskinin dağıtılmasıdır.²¹ Karma dağılmada bir diğer amaçta ekonominin pek çok kesiminde pazar hakimiyetini ele geçirmektir.

Ekonomik çeşitlendirme olarak da ifade edilen bu tür birleşmelerde satın alan işletme ile satın alınan işletme faaliyetleri belli alanlarda benzer olabilir. Bu yolla işletmeler kendi ana faaliyet alanında bir tehlike oluşturmadan farklı alanlarda genişleme fırsatları bulabilmektedirler.²²

1.2.2. İşletme Satın Almaları Tanımı ve Türleri

Genellikle bir işletme stratejisi olarak görülen satın alma, bir işletmenin mal varlığının veya hisselerinin tamamının ya da bir kısmının başka bir işletme tarafından satın alınması olarak ifade edilebilir. Bu durum alıcı firmaya ayrıca mülkiyet ve yönetim hakkını da kazandırmaktadır.

1.2.2.1. Satın Alma Tanımı

Satın alma, bir işletmenin bir başka işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Bu doğrultuda satın alma işlemi, varlıkların satın alınması veya hisselerin satın alınması şeklinde gerçekleşebilir.²³

²¹ BURÇKİN, Emre: 'İşletmeler Arası Birleşmelerde Tümeçerleme' Marmara Üniversitesi S.B. E. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 1984, s.27.

²² EUGENE F. Brigham: 'Finansal Yönetimin Temelleri', (Çev: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, No: 206, c. 2, Ankara, 1996, s. 136.

²³ ŞENVER, Ali: 'Accounting for Business Combinations: A Turkish Perspective' Boğaziçi Üniversitesi S.B.E., Doktora Tezi, s. 24- 26.

Satın almaların birleşmelerden temel farkı, alıcı firmanın satın alma işlemi tamamlandıktan sonra varlığını sürdürmeye devam etmesi buna karşılık hedef işletmenin yasal varlığını yitirmesidir.²⁴

1.2.2.2. Satın Alma Türleri

Satın almaları amaçları doğrultusunda ayırırsak karşımıza dört satın alma stratejisi çıkacaktır.

- I. Düşmanca Satın almalar
- II. İlimli Satın almalar
- III. Yeni Strateji ile Satın almalar
- IV. Finansal Satın almalar

1.2.2.2.1. Düşmanca Satın Almalar

Daha sıklıkla 1980'li yıllarda göze çarpan bu tür satın almalar bir şirketin başka hedef bir şirketi muhalif yönetiminin varlığında dahi ele geçirmesidir. Bu gibi bir durumda ele geçirme saldırgan bir fiyat politikası sonucu gerçekleşmektedir.

Satın alma işleminden sonra hedef firma hızlı bir yeniden yapılandırılmaya sokulur. İşletmenin eski yönetim kadrosu, iş yapma tarzı tamamen değiştirilir.²⁵ 2006 yılı itibarıyla Mittal Steel tarafından adeta yutulan Arcelar Steel bu tür satın almaya iyi bir örnek olarak gösterebilir.

²⁴ DEPAMPHILIS, Donald M.: 'Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions', Elsevier Academic Press, St. Louis, 2008, s. 111 .

²⁵ KANDEMİR, Tuğrul: 'Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satınalmaların İşletmeler Üzerinde Finansal Etkisi ve İMKB'deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma', Afyon Kocatepe Üniversitesi S.B.E. Doktora Tezi, 2003, s. 115.

1.2.2.2. İlimli Satın Almalar

Bu tür satın almalarda hedef işletmenin ilimli, normal yollarla ele geçirilmesi söz konusudur. Satın alan işletme tarzı ve programı hedef işletmenin mevcut sistem, yetenek ve örgüt yapısına uygundur. Hedef işletmenin satın alan işletme ile bir uyum sorunu yaşanmamaktadır. Düşmanca ele geçirmeye karşın bu stratejide hedef firmanın güçlü yanları korunur, yönetici değişiklikleri sınırlı kalır.²⁶

1.2.2.3. Yeni Strateji ile Satın Almalar

Bu satın almada amaç, alıcı işletme ile hedef işletmenin en iyi yönlerini birleştirmektir. Yeni bir strateji geliştirerek satın alma süreci her iki tarafın yüksek derecede katılımı ile gerçekleşir. Dolayısıyla uygulaması kolay, uzlaşmaya dayanan ve daha az direnç gösterilen bir satın alma türüdür. Bu satın alma yönteminde, satın alma sürecinin tamamlanma hızı diğerlerine göre daha yavaş gerçekleşmektedir. Karşılaşılan diğer bir problem ise her iki tarafın en iyi olduğu yönlerin nasıl ve kim tarafından belirleneceğidir.²⁷ Dünyaca ünlü Google Inc.'nin yine internet sektöründe kısa zamanda büyüyen Youtube'u satın alması buna örnek gösterilebilir.

1.2.2.4. Finansal Satın Almalar

Genellikle finansal alıcıların tercih ettiği bir satın alma işlemidir. Alıcılar hedef işletmenin üretim hattı, teknolojisi, müşteri grupları, üretim süreci gibi özellikleri ile uzaktan yakından ilgili değildir. Satın alanın öncelikli fonksiyonu, bazen bir koordinatör ve sermaye sağlayıcı bazen de üretken fikir tedarikçiliğinden ileriye gitmemektedir.²⁸

²⁶ CLARK, Peter J.: 'Beyond The Deal Optimizing Merger and Acquisition Value', Harper Business, New York, 1991, s. 120.

²⁷ CLARK, s. 120.

²⁸ KANDEMİR, s. 116.

1.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMA METOTLARI

Daha öncede belirtilen üzere birleşme, alıcı firma ve hedef firma yöneticileri arasında gerçekleşen bir değişim faaliyetidir. Ancak bu değişim karşımıza farklı uygulamalarla çıkabilmektedir. Aşağıda bu yöntemlere değinilecektir.

1.3.1. İki İşletmenin Aynı İşletmede Birleşmesi

Adından da anlaşılacağı üzere bu yöntemde iki şirket aynı şirket çatısı altında birleşmeye giderler. Ancak bu birleşmenin gerçekleşebilmesi için hem iktisap eden hem de iktisap olunan firmanın hisse sahiplerinin en az % 50' sinin buna onayı gerekmektedir. Bu onayın çıkmasının ardından iktisap edilen firmanın varlığı sonlandırılır ve hissedarlar bu işletmenin menkul değerlerini alırlar.²⁹

1.3.2. İktisap Eden Firmanın Hedef Firmanın Senetlerini Alması

Böyle bir yaklaşımda ise, alıcı firma hedefteki işletmenin hisse senetlerini alabilmek amacıyla teklifte bulunur. Eğer bu teklif hedef firma yönetimince kabul edilirse birleşme gerçekleşir. Ancak burada iktisap edilen firma yasal varlığını korumaya devam edebilir, sadece işletmenin sahipliği bundan sonra iktisap eden firmanındır.

Genelde bu süreç içerisinde alınan firmanın yöneticileri ile işbirliği yoluna gidilmektedir. Eğer bu işbirliği gerçekleşmez, hedef firma yöneticileri bu duruma direnç gösterirlerse iktisap eden firma buna karşılık hedef firmanın yönetimini görmezden gelerek doğrudan hissedarlara hisse senedi satın alma teklifinde bulunabilir. Buna aleni alım teklifi verme denilmektedir. Ayrıca piyasadaki hisse

²⁹ BREALY, A. Richard; MYERS, Steward C.; MARCUS, Alan J.: '**İşletme Finansının Temelleri**', (Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), McGraw-Hill- Literatür Yayınları, İstanbul, 2001, s. 606-607.

senetlerini de toplayabilirler. Sonuçta iktisap eden firma bunda başarılı olursa hedef firmanın yönetimini bertaraf edebilir.³⁰

1.3.3. Hedef Firmanın Varlıklarının Satın Alınması

Bu yaklaşımda alıcı, hedef firmanın varlıklarını satın alma yoluna gitmektedir. Dolayısıyla alınan varlıklarının sahipliği alıcıya geçer ancak ödeme doğrudan hedef firma hissedarlarına değil yasal varlığı devam eden satıcı firmaya yapılır. Gerçekleşen bu tür satın almalarda satıcı firma genelde varlıklarının bir kısmını elden çıkarmaktadır. Varlıklarının tamamını satmak çok nadir olarak yaşanmaktadır. Zaten böyle bir durumda, firma sadece yasal varlığı bulunan boş bir yapıdan başka bir şey olmayacaktır.³¹

1.3.4. Borçlanarak Satın Alma

Bu yaklaşımda, bir grup yatırımcının (alıcılar), hedef firmayı elde etmek için borçlanarak satın alma yoluna başvurdukları görülür. Böyle bir satın alımda alıcı grup firmayı özel olarak devralır ve bundan sonra firmanın hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmez. Alıcı grup bu devralmayı gerçekleştirmek yabancı finansal kaynaklara başvurmaktadır. Yani devralım adında anlaşılacağı gibi borçlanılarak gerçekleştirilmektedir. Çoğu kez yatırımcı gruba firmanın yönetimi liderlik eder, buna da yönetimin satın alınması denilmektedir. Böyle durumlarda hedef firma yönetim grubu sahip-yöneticiler statüsünü kazanmaktadırlar.³²

³⁰ BREALY, MYERS, MARCUS, s. 607.

³¹ BREALY, MYERS, MARCUS, s. 607.

³² BREALY, MYERS, MARCUS, s. 607- 608.

1.4. İŞLETMELERDE BİRLEŞMELER VE SATINALMALARIN NEDENLERİ

Küreselleşen dünyada sürekli olarak zorlaşan rekabet şartları altında büyümelerini sürdürülebilir hale getirmek mecburiyetinde olan işletmelerin neden birleşme yoluna gittiklerini anlamak çok zor değildir. Bu doğrultuda literatürde işletmeleri birleşmeye iten birçok nedenden bahsedilmektedir. Bu nedenlerin sayısı ve önem dereceleri ise işletmelerin kendi özelliklerine, buldukları ülkelerin sosyal ve ekonomik yapılarına, zamana, içinde buldukları topluma vb. göre değişiklikler gösterebilmektedir.³³ Aşağıda en çok karşılaşılan birleşme ve satın alma nedenlerinden bahsedilecektir.

1.4.1. Sinerji Etkisi Yaratma

Bir bütünün ortaya çıkardığı değer toplamı, o bütünü oluşturan birimlerin bireysel değerlerinin toplamından daha fazla bir değer yaratır ise burada sinerji etkisinden bahsedilebilir.

Birleşmelerde de en temel amaç büyüme olmakla beraber büyüme gerçekleştirilirken başka amaçlara da ulaşılmaktadır. Birleşme sürecinin tamamlanmasıyla elde edilen ekonomik güç, birleşen işletmelerin ekonomik varlıklarının tek tek toplamından daha yüksektir. Başka bir deyişle tek tek işletmelerin üretim, yatırım ve pazarlama vb. güçlerinden daha büyük bir değer ortaya çıkmaktadır.³⁴

Eğer birleşmiş işletmelerin değeri, tek tek firmaların toplam değerinin üzerine çıkıyor ise bu birleşmeyi teşvik edici bir durum yaratacaktır. Ayrıca katma değer isteği de işletme birleşmelerini teşvik etmektedir.³⁵

³³ AYDIN, Nurhan: 'İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği', Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara, 1990, s. 10.

³⁴ BERK, Niyazi: 'Finansal Yönetim', Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul, s. 383.

³⁵ AKGÜÇ, Öztin: 'Finansal Yönetim', Genişletilmiş 6. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 63, İstanbul, 1994, s. 864.

1.4.2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Firma yöneticileri genel olarak yönettikleri firmaların sürekli büyümesi için çaba sarf ederler. Bu büyüme ile firmanın daha rekabetçi bir yapıya bürüneceğini inanırlar. Buradan çıkışla ölçek ekonomisine, yani sabit maliyetleri daha geniş bir üretim miktarına yayabilme fırsatına umut bağlamaktadırlar.³⁶

Ölçek ekonomileri, bütün girdilerin (üretim faktörlerinin) eşit orandaki değişimleri sonucunda, çıkıt (ürün) düzeyinde meydana gelen değişikliklerin şeklini yansıtmaktadır.³⁷

Ölçek ekonomileri genelde aşağıda bahsi edilen faktörlerden doğmaktadır:

- AR- GE faaliyetlerinin daha etkin sürdürülmesi,
- Yetenekli yönetici ve personel çalıştırma ortamlarının artırılması,
- Üretimde bulunmayan maliyet kalemleri üzerinde olumlu etkisi,
- Riskin azaltılması,
- Firmanın değerlendirilmesinde piyasa kapitalizasyon oranının düşmesi,³⁸
-

Ölçek ekonomilerinden yararlanma, diğer koşullar aynı kalmak üzere firma karının artışına neden olmaktadır.

Ölçek ekonomileri aşağıdaki örneklerle daha somut şekilde açıklanabilir.

- Birleşme yoluyla artan üretim olanakları ve rasyonel kullanım sayesinde maliyetler düşer ve işletmenin pazardaki etkinliği artar,
- Birleşmeyle, ölçek ekonomilerinden yararlanarak firmalarca daha yüksek maliyetli AR- GE projeleri uygulanır,

³⁶ BREALY, MYERS, MARCUS, s. 609

³⁷ **Ekonomi Ansiklopedisi**, Paymar Yayınları, İstanbul, 1984, s. 1060.

³⁸ AKGÜÇ, Öztin, s. 861-862.

- Birleşen firmalar, ölçek ekonomisinden yararlanarak piyasadaki gücünü, ağırlığını arttırdığı gibi pazarlama fonksiyonunu da daha etkili bir biçimde yerine getirebilir,
- İşletme büyümenin bir sonucu olarak bazı girdileri daha ucuza imal eder,
- Birleşen firmalar ölçek ekonomisinden yararlanarak daha iyi şartlarda finansman kaynakları temin etmiş olur.

Büyük ölçekte faaliyette bulunmak yatay birleşmelerin doğal amacıdır. En çok fayda bu birleşmelerde gözlenmektedir. İleriye ve geriye dönük dikey birleşmelerde de ölçek ekonomisinden yararlanma amacı güdülmektedir. Ancak sürekli dikey birleşmeler saçma ve anlamsız hale gelebilmektedir. Örneğin; Polonya Hava Yolları çalışanlarının sofrasında et bulunmasını garanti edeceğim derken kendini domuz yetiştiricisi olarak bulmuştur.³⁹

1.4.3. Finansal Sebepler

İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi birleşmeye giren işletmelerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden daha yüksek olmaktadır. Borç verenler açısından risklilik derecesi düşmüş olacağından, daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir.⁴⁰

Hızla büyüyen işletmeler, büyüme için gerekli olan likit finansal kaynakları birleşme yoluyla likiditesi yüksek işletmelerden sağlayabilirler. Birleşme sayesinde, daha önce ayrı birimler olarak faaliyetlerini sürdüren ve borsa olanaklarından yararlanamayan işletmelerin bu olanaklarından yararlanabilmeleri mümkün olabilmektedir. Birleşme sonrasında oluşan yeni

³⁹ BREALY, MYERS, MARCUS, s. 610

⁴⁰ İSMAİL, Ertürk: 'Şirket Birleşmeleri', *Sermaye Piyasası Dergisi*, Ağustos 1986, Sayı 90, s. 28.

şirketin hisse senetlerine ilginin artması durumunda firmanın sermaye yapısını güçlendirme olanağı ortaya çıkmaktadır.⁴¹

1.4.4. Vergi Avantajı Sağlaması

Sürekli yüksek kar elde eden ve dolayısıyla vergi yükü altında faaliyetlerini sürdüren işletmeler potansiyel vergi indirimlerinden yararlanma adına bu indirimlerden faydalanma olanağı olmayan, faaliyetlerinden zarar eden işletmelerle birleşme yollarını aramaktadırlar. Bu birleşme ya da satın alma sonucunda bir katma değer yaratabilme çabası içerisinde olduklarıdır. Birleşme kararı veren işletmelerden birisi zararlı diğeri karlı işletme ise birleşmeyle beraber karlı işletmenin faaliyet karı ile zararlı firmanın faaliyet zararı finansal tablolarda görünecektir. Buda dolayısıyla vergi matrahının azalmasına ve sonuç olarak da daha az vergi yükümlülüğüne sebep olacaktır. Aynı şekilde büyük ölçekli karlı bir firma daha küçük çaplı karlı bir firmayı satın alma yoluna giderek birikmiş vergi yükümlülüğünün bir kısmını bu satın alma da finansman aracı olarak kullanabilmektedir.⁴²

Ayrıca birikmiş zararları olan ve bu zararları gelecek yıllar karlarından mahsup yapma olanağına sahip olan bir işletme, zarar nedeniyle vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar içinde sınırlı kalmak koşuluyla vergi ödememe olanağına sahiptir. Birikmiş zararları sebebiyle gelecek yıllar karlarından mahsup yapma olanağına sahip bir işletme, karlı bir işletme ile birleşerek zarar mahsubu nedeniyle vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak kaydıyla birleşmenin sağlayacağı kar üzerinden vergi ödememe imkanına sahip olmaktadır.⁴³ Bu avantajlardan faydalanmak amacıyla zarar eden bu şirketler birleşmeye veya satın alınmaya sıcak bakmaktadırlar.

⁴¹ KARA, Tansel: '**Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşmeleri**', İstanbul Üniversitesi Uluslararası İşletmecilik Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, s. 22.

⁴² AŞIKOĞLU, Rıza: '**Globalleşme Sürecinde Uluslararası Yönelimler**', Dumlupınar Üniversitesi Yayınları, No: 2, Kütahya, 1993, s. 51.

⁴³ AKAY, Hüseyin; '**İşletme Birleşmeleri Muhasebesi**', Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s. 17- 18.

1.4.5. Yönetimde Etkinlik

İşletmeyi birleşmeye götüren nedenlerin ağırlığı, çeşitli dönemlerde farklılıklar göstermiştir. Çalışmada daha sonra bahsedileceği üzere, 19. yüzyılda birleşmelerde hakim düşünce, rekabeti kaldırılarak yada azaltılarak monopolcu güce sahip olabilmektir; 1930'larda birleşmelerin temel amacı 1929'da yaşanan kriz nedeniyle finansaldır. Günümüzde ise birleşmelerin önemli amacı daha bütünleşik bir hale gelmiştir. Bu bütünleşik yapı, büyümeyi sürekli kılmak, istikrarı arttırarak piyasada daha güçlü bir yer edinmek, uygun endüstri kollarına yatırım yapmak vb. gibi alt amaçlardan oluşmaktadır.⁴⁴ Bu doğrultuda bakıldığında bu hedefi gerçekleştirecek son derece etkin yöneticilerin istihdam edilmesi gerekmektedir. Ancak bu durum işletmelerin büyümeleri oranında zorlaşmaktadır. Küçük işletmelerin uzman ve etkin yöneticileri bulmaları nispeten kolay olmaktadır fakat bu daha büyük yapıdaki işletmelerde giderek zorlaşmaktadır. Bu sorumluluğu kaldırmak adına büyük şirketler olağanüstü performans göstermekte olan yöneticileri seçmektedirler.⁴⁵

1.4.6. Rekabet Avantajları

Özellikle aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler, birleşme sonrasında piyasada var olan rakiplerine karşı daha avantajları bir pozisyon ele geçirmektedirler.

Birleşme ile rekabette sağlanan başlıca avantajlar sıralandığında;

- Genişleyen bir pazarda pazar payını arttırma veya yeni pazarlara girmek için ek kapasite oluşturma ve pazar koşullarına uyum sağlama,
- Yeni pazarlama alanları elde etmesi,
- Mevcut üretim hattına yeni üretim hattı eklenerek talebin karşılanması ve üretim hattının modernizasyonu,

⁴⁴ STACEY, Nicholas: '**Mergers In Modern Business**', Hutchinson Co. Ltd, London, 1970, s. 44- 45.

⁴⁵ ANSLINGER, Patricia; COPLAND, Patricia: '**Growth Through Acquisitious: A Fresh Look**', Harvard Business Review, January- February 1996, s. 130.

- Faaliyet tespitinde daha etkin olması,
- Marka, lisans ve patent haklarını elde etmesi,
- Sabit giderlerde, alımlarda, reklam ve ulaştırma gibi alanlarda sağlanacak tasarruflarla maliyetin düşmesi,
- İşgücünün uzmanlaşmasıyla birlikte verimliliğin artması,⁴⁶

Sayılr.

1.4.7. Faaliyet Çeşitlendirme

Çeşitlendirme; işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri kollarının farklılaşması ve çoğalmasıyla açıklanabilir. Bu bağlamda tarihsel süreçte çeşitlendirme yoluyla işletme birleşme ve satın alımlarıyla karşılaşmaktayız.⁴⁷

Çoğu işletme birleşmelerinde faaliyet çeşitlendirmesine gitmeyi, işletme karı ya da satışlarındaki istikrarsızlığı azaltma amacına yönelik olarak gerçekleştirilmektedir. Yöneticiler genellikle çeşitlendirmeye gitmenin işletmenin karlılığını istikrarlı hale soktuğunu ve sonuçta da işletme riskini düşürdüğünü ortaya koymaktadırlar. İşletme karındaki istikrar, hissedarlar, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve kreditorler açısından da önemlidir. Genelde karlılıkta ve satışlarda istikrarlı olmayan işletmeler nakit sıkıntısı içinde olan işletmelerdir. Uygulamada bu tip işletmelerin sık sık nakit zengini işletmeler tarafından satın alındıkları gözlenmektedir.⁴⁸ Ancak bu satınalmalar genelde istenilen sonuçlarla gelişmemektedir.

İşletmeleri çeşitlendirmeye iten bir diğer neden de şirket kar ve satışları üzerinde etki yaratan ekonomik ve dönemsel dalgalanmaların etkisini daha az

⁴⁶ DİYARBAKIRLIOĞLU, Z.Nursel: '**Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama**', Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Muhasebe-Finansman Anabilimdalı, 1996, s. 21.

⁴⁷ YÖRÜK, U.: '**Şirket Birleşmeleri**', Bitirme Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu, İstanbul, 2002, s. 7.

⁴⁸ KANDEMİR, s. 140- 141.

hissetmektir. Bu amaçla gerçekleştirilen birleşmeler olası risklerde diğer işletmelere göre daha avantajlı bir konumda olacaklardır.⁴⁹

Çeşitlendirmenin bir başka nedeni de işletmelerin faaliyette buldukları sektörde daha fazla kar elde edemeyeceklerini görmüş olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu sürece girmiş bir işletme artık yeni arayışlara yani kar oranlarının daha çok gözlendiği sektörlerle yönelebilir.⁵⁰

1.4.8. Yeni Teknoloji

Günümüzde pek çok işletme kendi pazarlarında ve faaliyetlerinde daha etkin bir durumda olabilmek için kullandığı teknolojileri elde etmede genelde dış kaynaklardan yararlanmaktadır. Gerçekte de bu strateji firmalar açısından en optimum karardır. Bundan dolayıdır ki bu tür işletmeler yeni teknolojilere ulaşma adına bu teknolojileri barındıran işletmelerle hareket ederler (işbirliği) ya da birleşme yoluna giderler.⁵¹

Günümüzde bu doğrultuda teknoloji paylaşımı daha çok gelişmiş ülke işletmelerinin gelişmekte olan ülkelerde bulunan firmalarla birleşmesi (satın alma) ya da küçük ölçekli firmaların daha büyük firmalarca satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir.

2000 yılında yapılan bir araştırmaya göre küresel teknoloji firmaları arasında gerçekleşmiş birleşme oranı toplam birleşme oranlarının % 34'ünü kapsamaktadır. Bu oran, teknolojinin firma birleşme ve satın almalarındaki önemini açıkça ortaya koymaktadır.⁵²

⁴⁹ SARIKAMIŞ, C.: '**Şirket Birleşmeleri**', Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003, s. 288.

⁵⁰ YÖRÜK, s. 8.

⁵¹ KANDEMİR, s. 143.

⁵² SÖYLEMEZ, Alev: '**Yeni Ekonomi, Rekabet ve Rekabet Politikaları**', Perşembe Konferansları 16, Rekabet Kurumu, Ankara, 2001, s. 93.

1.4.9. Psikolojik Sebepler

İşletme birleşmelerinin temel nedenini ekonomik nedenler oluştursa da psikolojik nedenlerin de bu birleşmelerde etkisinin varlığı yadsınamaz. Firma yöneticilerinin kişilik yapıları, yöneticilerin yatırımcılara kendilerini ispat etme çabaları, daha büyük bir işletmeyi yönetme hırsı, korku vb. birçok insan kaynaklı neden birleşme kararlarının alınmasında etkili olabilmektedir.⁵³ Bazı yöneticiler hızlı büyüme yaşayamadıkları takdirde piyasa şartları ve rakipleri tarafından yok edileceklerini düşünerek birleşme yollarına başvurmaktadırlar.

Psikolojik etmenlerin ön plana çıkmasında şirket birleşme ve satın alımlarının genel görünümüne bakmakta yarar vardır. Genel anlamda şirket birleşmeleri ekonominin olumlu yönde olduğu durumlarda artan bir özellik göstermektedir.⁵⁴

1.5. İŞLETMELERDE BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ

Herhangi bir işletmede olduğu gibi bir birleşme ve satın almada da amaç uzun dönemde mevcut hissedarların karlarını ençoklamaktır. Bu amaca ulaşmada atılacak ilk adım birleşme veya satın almaya karar vermektir. Verilen bu kararlar gelecekte işletmenin karlılığını önemli derecede etkileyecekleri için çok önemlidirler.⁵⁵

Uzun yıllardan beri uygulanan birleşme ve satın alma işlemlerinin artan sayısına karşılık bunların tamamının başarıya ulaştığını söylemek sadece bir hayalden ibarettir. Birleşme ve satın almaların başarısını ölçmeye yönelik yapılan bir araştırmada bu işlemlerin % 70'nin başarısızlıkla sonuçlandığı sonucuna varılmıştır.⁵⁶ Buradan hareketle birleşme ve satın alma süreçlerinin

⁵³ ONAT, Osman K.: 'Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi', Süleyman Demirel Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Isparta 2006, s. 12.

⁵⁴ ONAT, s. 12.

⁵⁵ AYDIN, s. 159.

⁵⁶ KANDEMİR, s. 146.

sadece birleşmeden önceki atılan adımlardan oluşmadığını ayrıca birleşme sonrası dönemi de kapsadığını vurgulamakta yarar vardır.

Süreç dört ana aşamayla tamamlanmaktadır. Bunlar;

1. Birleşme planlaması
2. Ortak ya da hedef işletmenin araştırılması ve seçimi
3. Seçilen işletmenin ayrıntılı analizi
4. Birleşme işlemini tamamlama ve bütünleşmedir.

1.5.1. Birleşme Planlaması

İşletmeler birleşme veya satın alma faaliyetlerine girmeden önce, bu süreci her yönden planlamak zorundadırlar. Çünkü birleşme veya satın alma süreçleri çok karmaşık ve emek isteyen süreçlerdir. Bu süreç ayrıca alıcı ve satıcı firmaların kaynakları, devam eden işlemleri ve sorumlulukları tarafından kuşatılmıştır. Bunlarının her birinin sırayla bütünleştirilmesi ve sonuçta firmanın genel strateji ve kültürüyle uyumlaştırılması gerektiğini planlama açısında düşünmek doğru olacaktır.⁵⁷

Planlamanın bütün sürecin iskeleti olduğu düşünülürse, birleşme gibi bir kararın alınmasında planlama çalışmalarına gerekli önemin verilmesi şarttır. Çünkü birleşme sonrası ortaya çıkabilecek sorunların çoğu iyi bir çalışma yapılması halinde daha planlama aşamasında çözüme kavuşturulacaktır. Bu nedenle birleşmenin başarısındaki en önemli etkenler olarak, yapılan planlama çalışmalarını ve katılanların yeteneklerini sayabiliriz.⁵⁸

⁵⁷ KUL, Neslihan Karataş: ‘**Küreselleşmenin Şirket Birleşmeleri Açısından Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama**’, Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2006, s. 80.

⁵⁸ YÜCEL, Mehmet: ‘**Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları Üzerine Bir Çalışma**’, Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2001, s. 37.

Planlama aşamasında izlenen sıralamayı belirtmek gerekirse;

1. Şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
2. Belirlenen amaçlara ulaşmada araçların seçilmesi,
3. Birleşmenin işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması,
4. Potansiyel şirketleri analiz etmek için gerekli ölçütlerin geliştirilmesi,⁵⁹

Sayılabılır.

1.5.2. Ortak ya da Hedef İşletmenin Araştırılması ve Seçimi

Birleşme veya satın alma sürecinin ikinci aşamasında, belirlenen kriterlere göre birleşme gerçekleşecek ya da hedefteki aday işletmeler arasında yapılacak bir değerlendirmeye uygun adayın belirlenmesi gerçekleştirilmektedir.

Gerçekte belirlenen kriterlere tam olarak uyan adayın bulunması zor olsa da istenilen kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan adayların elenmesi yönünde önem kazanmaktadır. Bu doğrultuda ideal adayın belirlenmesi, şirketin sahip olmadığı veya yeterli düzeyde sahip olmadığı tamamlayıcı gücü elde etmesini sağlayacaktır. Diğer özellikler sabitken, zayıflıklar birleşecek şirketin güçlü yönleri ile eşlenecektir.⁶⁰

Bu doğrultuda birleşmeye gidilecek ya da satın alınacak uygun aday firma ürün çeşitlendirmesini ve coğrafi yayılımı sağlamalı, varlık maliyetlerini düşürmeli ayrıca alıcı işletmenin hedeflediği bir alanda uzmanlığa sahip olmalıdır.⁶¹

⁵⁹ KUL, s. 80.

⁶⁰ ÇELİK, Orhan, s. 65.

⁶¹ JOHNSON, Hazel: 'Mergers and Acquisitions', Redwood Boks, England, 1999, s. 23,

Ayrıca ilk elemelerde adayların finansal durumları üzerinde önemle durulmalıdır. Bu adayların yayınlanmış finansal tablolarının, denetçi raporlarının karar vericilerce dikkatlice incelenmesi önem taşımaktadır. Zira bu uygulama, alınacak kararların daha rasyonel olmasını sağlayacaktır.⁶²

Yapılan tüm değerlendirmelerin ardından alıcı durumundaki işletmeler birleşmeye ya da satın almaya gidilecek firmayı seçerler. Daha sonra bu işletmeye söz konusu firma yönetimince önceden belirlenen fiyat teklifi sunulur. Ancak bu teklif firmanın hesaplanmış net değerinden farklı olarak niyeti belli eder nitelikte bir tekliftir.⁶³

1.5.3. Seçilen İşletmenin Ayrıntılı Analizi

Dilimize, işletme yapısının ayrıntılı incelemesi olarak geçen due diligence terimi, potansiyel alıcı firmaların satın alma amacıyla, hedef işletmeleri ya da onların varlıklarını değerlendirmesi sürecidir. Aslında yasal bir yükümlülük olabilecek bu süreç genelde isteğe bağlı olarak yapılan bir uygulamadır.⁶⁴

Birleşme ya da satın alma sürecindeki ayrıntılı inceleme aşaması, birleşen işletmelerin genel işletme yapısının incelenmesi, hedef işletmenin satın alma değerinin hesaplanmasıyla, birleşme ve satın alma ile ilgili yasal sürecin incelenmesi olmak üzere üç aşamada ele alınmıştır.

a. İşletme Örgüt Yapısının İncelenmesi

Ayrıntılı inceleme aşamasında elde edilecek bilgiler, birleşme ve satın almanın her iki tarafında yer alan işletmeler için de önem taşır. Hedef işletme nasıl bir işletme nasıl bir işletme ile birleşmeye gideceğini ya da nasıl bir işletme tarafından satın alınacağını bilmek isteyecektir. Satın alan işletme ya da

⁶² YELKENCİ, Bilge: ‘Ulusal ve Uluslar Arası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama’, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, 2006, s. 33.

⁶³ KANDEMİR, s. 150.

⁶⁴ HOSKISSON, Robert; HITT, Michael; IRELAND, Duane: ‘Competing for Advantages’, Thomson South-Western Co., Ohio, 2004, s. 251.

işletmeler ise, birleşme ve satın almadan beklediklerini potansiyel değer artışına nasıl ulaşabilecekleri konusunda bütünsel bir perspektife sahip olmak isteyebilirler. Sonuçta bu perspektifin elde edilmesi hedef işletmenin sahip olduğu değer dinamiklerine bağlıdır. Birleşme ve satın almalarda hedef işletmenin değer dinamikleri finansal, fiziksel, müşteriler/ çalışanlar, tedarikçiler ve organizasyon olmak üzere beş kategoride ele alınır.⁶⁵

Ayrıntılı inceleme, birleşme ve satın alma işlemlerinin tamamlanması ve resmi olarak gerçekleşmesinden birkaç hafta öncesinden başlayıp, işletmenin resmi olarak ortaya çıkış tarihinden sonrada devam edebilmektedir.⁶⁶

b. Hedef İşletmenin Değerinin Hesaplanması

Birleşme ve satın alma öncesinde, alıcı firmanın hedef işletme değerini belirlemede göz önüne alacağı bazı etmenler bulunmaktadır. Bu etmenler kantitatif ve kalitatif etmenler olarak iki grupta toplanmıştır.

- Kantitatif Etmenler
 - Yetenekli bir kadroya sahip olma arzusu,
 - Birleşmenin yaratacağı sinerji hakkında beklentiler,
 - Mevcut örgütü yenileme,
 - Firmanın saygınlığını arttırma,
 - Etkili satış organizasyonuna sahip olma,
 - Mevcut örgütü yenileme,
 - Hedef firmanın sahip olduğu sınai haklardan ve/veya üretim konusundaki deneyimlerinden yararlanma,
 - Daha iyi kalite kontrolü sağlama,

⁶⁵ KEŞİŞOĞLU, Nerses; GÜMÜŞLÜ, Gökhan: 'Finansal Hizmetler Sektöründe Şirket Birleşmeleri: Global Bir Bakış Açısı', Active, Mart- Nisan 2003 (www. Activefinans.com), s. 1.

⁶⁶ CLARK, s. 97- 98.

- Birleşme yolu ile gerekli teknik ve araştırma kadrosu sağlama,
- Firmanın sınaî alanında veya üretim alanındaki deneyimlerinden yararlanma.

- Kalitatif Etmenler

- Gelecek dönemlerde elde edilecek gelirlerin ve işletme büyüme hızları,
- Hisse senetlerinin piyasa değeri ve Fiyat/ Kazanç oranları,
- Hedef işletmenin defter değeri,
- İşletmenin tasfiye değeri,
- İşletmenin işleyen teşebbüs değeri,
- İşletmenin likidite durumu ve net çalışma sermayesi.

İşletme birleşmelerinde ve satın almalarda kalitatif etmenlerin önemi kantitatif etmenlere oranla daha belirleyici olsa da yetenekli yöneticiler nitel etmenleri hiçbir zaman göz ardı etmezler.

c. Yasal Prosedürler

Birleşme ve satın almaların ayrıntılı inceleme sürecinde bahsedilecek son aşama hukuki prosedürlerin birleşme ve satın almalar üzerindeki yansımalarıdır. Birleşme ve satın almaların ülke içi veya dışında gerçekleşiyor olması, birleşmenin yaşandığı ülkelerdeki kanunlar ve uygulamalar, işlemlerin parasal değerleri, yerel teşvikler ve kısıtlamalar gibi birçok faktör işletmeleri ayrıntılı bir şekilde kanuni düzenlemeleri incelemeye itmektedir. Bu incelemeler birleşme sonrası bütünleşme açısından en yoğun aşama olarak tanımlanabilir.⁶⁷

⁶⁷ TÜSİAD, **Avrupa Birliği Şirket Birleşmeleri Yönetmeliği**, Tüsiad Yayınları, Aralık 1998, s. 30.

1.5.4. Birleşme ve Satın Alma Sonrası Bütünleşme

Birleşme ve satın alma sonrası bütünleşme aslında bu sürecin en karmaşık dönemini oluşturmaktadır. Her ne kadar birleşme ve satın alma sürecinde bütünleşme sonrasıyla ilgili planlama çalışmaları yapılsa da bu durum uygulamada genelde çok farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Sonuç olarak işletmeler birer beşeri örgüttür. Özellikle bu aşamada yöneticilerin etkinliği ön plana çıkmaktadır.

Bu bakımdan yeni oluşturulmuş organizasyonda çalışanlar arasında bütünleştirmeyi kolaylaştırmada liderlerin odaklanacağı altı yetenek kategorisi bulunmaktadır;

- *Duygusal Kabul:* Tüm çalışanların birleşme ve satın almalarda aşırı kızgınlık ve üzüntüden mutluluğa doğru duyguları deneyimlediği kabul edilmelidir. Bir lider bu tür duygusal durumlarla başa çıkabilmelidir.
- *İş ve Müşteri Odağı:* Yöneticiler çalışanlarını işlerine odaklayabilmeli ve müşterilerin ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlayabilmelidir. Bu sürdürülebilir performans hedefleri ve hangi projelerin durdurulup hangilerinin devam ettirileceği anlamına da gelebilir. Süreçlere günden güne dahil olmak duygusal desteği arttıracaktır.
- *Haberleşme Küpü:* Satın alınan örgütün altyapısı ve birleşme için uzun dönemli strateji hususunda mümkün olduğunca fazla bilgi araştırılmalı ve temin edilmelidir. Gayri resmi geri dönüşüm sistemleri kurulmalı ve iki yönlü iletişim gelişmesine yardımcı olmak için üst yönetimle ilişkiler sürdürülmelidir.
- *Motivasyon ve Teşvikler:* Yöneticiler, en değerli çalışanlarıyla konuşarak onların motivasyonlarını koruyabilmek için ihtiyaçlarını

anlamaya çalışmalıdırlar. Ayrıca parasal teşviklerde göz ardı edilmemelidir.

- *Yaratıcılık ve İlgisi*: Çalışanlar, sıradan engellere takılmadan yaratıcı yöntemler bulabilme konusunda cesaretlendirilmelidirler. Yöneticiler, çalışanlara bunun her şeyi daha iyiye dönüştürmek için bir fırsat olduğunu hatırlatmalıdırlar.
- *Birleşme ve Satın Alma Kavramı*: Birleşme ve satın alma ilanından sonra genellikle hangi faaliyetlerin gerçekleştiğinden yöneticilerin emin olmaları gerekmektedir. Tüm bu yoğun dönem içinde onlardan çok daha fazla performans beklenmektedir.⁶⁸

1.6. DÜNYADA İŞLETME BİRLEŞME VE SATINALMALARI

19. Yüzyılın ikinci yarısında gerçekleşmeye başlayan şirket birleşme ve satın almaları günümüze dek gittikçe talep gören bir büyüme faaliyeti olarak gözlemlenmektedir. Tarihsel süreç içinde bu oluşum dönemler itibarı ile ayrımlandırılmıştır. Bu ayrım yapılırken içinde yaşanan dönemin itici güçleri, farklı ekonomik şartları, işletme faaliyetleri dikkate alınmıştır.

Her ne kadar bu büyüme alternatifini tarihsel süreçte firmalarca kabul görse de bu durumun uygulama alanı 1980'li yıllara kadar ulusal bir faaliyet olarak sınırlı kalmıştır. Yani birleşmeye giden taraflar çok büyük bir oranla aynı ülkenin işletmelerinden oluşmuşlardır. Ancak bu tarihten sonra yaşanan ekonomik değişimler, özellikle teknolojik altyapı ve haberleşmedeki hızlı gelişmeler işletmelerin faaliyet alanlarının kısa bir dönem de dünyaya yayılmasına sebep olmuştur. Artık açıkça görülmektedir ki uluslararası işletme

⁶⁸ İMANOĞLU, Nevin: 'Birleşme ve Devralmalarda Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Uygulamaları', İMKB Aylık Konferans Notları, İstanbul, 08.04.1999, s. 34.

birleşme ve satın alma faaliyetleri küresel ekonominin temel karakteristiklerinden biri haline dönüşmüştür.⁶⁹

1.6.1. Birinci Dalga (1897- 1904)

Birleşik Devletler'de görülmeye başlayan birleşme ve satın alma dalgası ilk olarak 1883'te baş gösteren ekonomik krizin ardından gerçekleşmiştir. Bu tarihten sonra başlayan birleşme ve satın alma faaliyetleri 1898 ve 1902 yılları arasında en yüksek seviyede yaşanmıştır. Bu dönemde genelde yatay satın almalar gerçekleşmiştir. Ancak bu durum, ortaya tekeller ve benzeri yapıların çıkmasına sebebiyet vermiştir.⁷⁰

Bu dönemde ABD' de gerçekleşen birleşme ve satın almalar aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 1. 1897- 1904 Yılları Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar

Yıllar	Birleşme ve Satın Alma Sayısı
1897	69
1898	303
1899	1208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Kaynak: (Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, Mergerstat Review, 1989)

⁶⁹ FINKLESTEIN, Sydney: 'Cross Border Mergers and Acquisitions', Dartmouth College.Press, s. 4. http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/syd.finkelstein/articles/Cross_Border.pdf. 09.04.2008, 02.03.2009.

⁷⁰ PATRICK, A. Gaughan: 'Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings', John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 4. Baskı, 2007, s. 30,

1.6.2. İkinci Dalga (1916- 1929)

ABD' de 1907 yılı içinde başlayan bankacılık sektöründeki kriz birinci dalga birleşme ve satın alma faaliyetlerinin de sonunu getirmiştir. Bu kriz ile birlikte Amerikan ekonomisi git gide kötüleşen bir yapıya bürünmüştür. Bununla birlikte bu dönem içinde yaşanan birleşme ve satın almalar oligopolist yapılar meydana getirmiştir.⁷¹

İkinci dalgada 1920'lerdeki pay senetleri piyasasındaki patlamanın etkisiyle, mali girişimciler, hizmet ve haberleşme sektöründeki firmaları da kapsayan çok sayıda endüstri dalındaki şirketler, birleşme ve satın almaya yönelmiştir.⁷² 1929 ekonomi buhranıyla bu periyot son bulmuştur.

1.6.3. Üçüncü Dalga (1965- 1969)

1960'lı yıllar birçok tartışmalı karma birleşme ve satın alma faaliyetinin gerçekleştiği bir dönem olmuştur. Bu döneme genelde karma birleşme dönemi de denir. Bu dönem içinde Textron, ITT, Litton gibi karma birleşmeye giden dev şirketler birbirleri ile ilişkisi bulunmayan bir sürü işletmeyi elde ederek dönemsel riskleri azaltmaya çalışmışlardır. Sonuçta birleşmeye giden işletmeler sadece hızlı büyümekle kalmamış ayrıca daha da karlı bir yapıya dönüşmüşlerdir.⁷³

Üçüncü dalgada yıllara göre gerçekleşen birleşme ve satın almalar aşağıdaki tabloda görülmektedir.

⁷¹ JAMISON, D.B.,SITKIN, S.B.: 'Corporate Acquisitions: A Process Perspective' Academy of Management Review, Ocak 1986, s. 145-146.

⁷² AKAY, Hüseyin, s. 27.

⁷³ KIM, K.H.: 'Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry', Ph.D. Thesis, Department of Hospitality and Tourism Management, Virginia Polytechnic Institute and State University. 1998, s. 22.

Tablo 2. 1965- 1969 Yılları Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar

Yıllar	Birleşme ve Satın Alma Sayısı
1965	2125
1966	2377
1967	2975
1968	4462
1969	6107

Kaynak: (Kim, 1998)

1.6.4. Dördüncü Dalga (1981- 1990)

Dördüncü dalgalanmanın yaşandığı 1980'li yıllarda 30.000'den fazla birleşme ve satın alma işletmelerce gerçekleştirilmiştir.⁷⁴ Stratejik satın alımlar, özelleştirme ve yabancı yatırımlar bu dönemde gerçekleşen işletme ve satın almaların itici gücünü oluşturmuşlardır. Yaşanan diğer bir eğilimde, düşmanca satın almaların bu dalgalanmanın son dönemlerinde yeniden yaşanmaya başladığıdır. Takeover olarak ifade edilen bu tür satın alımlarda anonim şirketler, spekülatif amaçlı olarak kısa sürede büyük karlar elde etme amacıyla satın almalara gitmişlerdir.⁷⁵ Bu dördüncü dalgalanmayla birlikte artık birleşme ve satın almaların parasal değeri milyar dolarlara ifade edilir hale gelmiştir.

1.6.5. 1990 Yılı İtibarıyla Birleşme ve Satın Alma Dalgası

1990'lı yıllarla başlayan ve günümüzde de devam eden birleşme ve satın alma dalgası aslında daha önce yaşanmış periyotlardan farklı olarak belirgin bir özelliğe sahip olmamakla birlikte genel görünüm, küreselleşme olgusunun işletmeleri dünya çapında genişlemeye itmesi olarak algılanabilir. Dolayısıyla bu çaba küresel anlamda çok büyük uluslararası işletmelerin ortaya çıkışına sebep olmuştur.⁷⁶

⁷⁴ Kim, s. 30s.

⁷⁵ KANDEMİR, s. 123.

⁷⁶ ÇOLAK, Mustafa, 'Şirket Birleşmeleri ve Rekabete Etkileri', Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, 2006, s. 29.

Tahmin edileceği üzere bu dönemde ortaya çıkan çokuluslu işletmelerin büyük çoğunluğunu gelişmiş ülkelerin işletmeleri oluşturmaktadır. Günümüzde de bu durum aynı doğrultuda devam etmektedir. Gelişmiş ülkeler dünya üzerinde gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve satın almaların % 90'ini gerçekleştirmektedirler. Gelişmekte olan ülkeler bu süreçte % 10'luk bir dilimi dahi gerçekleştirememişlerdir. Yalnızca 1997 Asya ve 1998 Latin Amerika'da yaşanan krizler nedeniyle bu oran % 15 civarında seyretmiştir. Yaşanan krizler bu bölgelerdeki yerel işletmelerin değerini düşürmüştür. Buda gelişmiş ülkelerdeki işletmeler için birleşme ve satın alma adına iyi bir fırsat yaratmıştır.⁷⁷

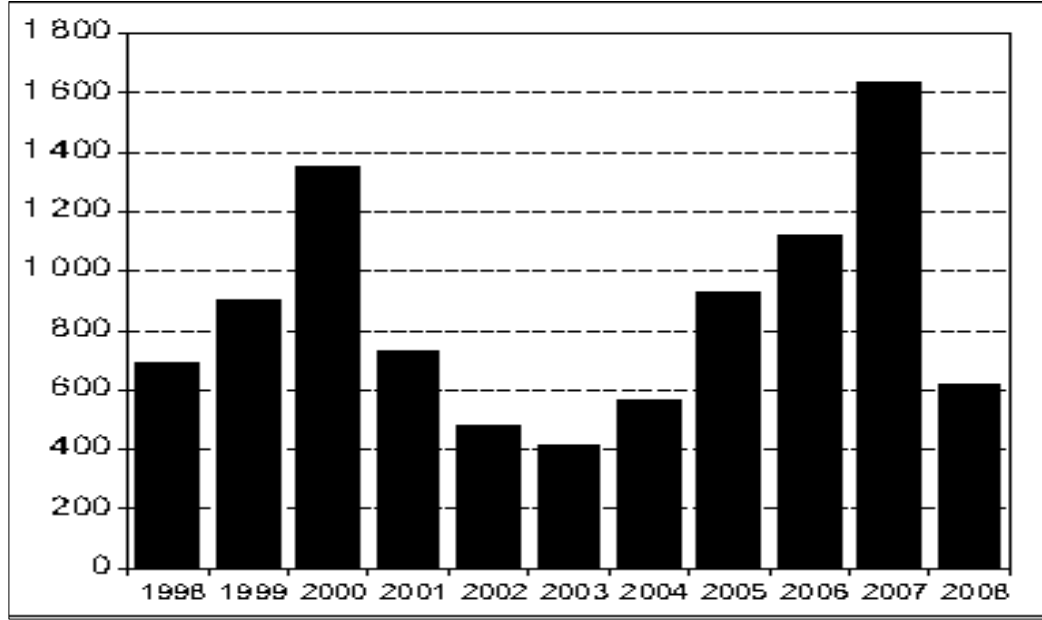
Bu süreçte yaşanan birleşme ve satın almaların göze çarpan diğer bir özelliği de uluslar arası doğrudan yatırımla olan ilişkisidir. Yapılan istatistiki çalışmalara göre, doğrudan yabancı yatırımlarla gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri pozitif bir korelasyon göstermektedir.

Son olarak bu süreçte gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve satın almaların %55-75'i yatay, %25- 40'ı karma, %5'ten daha az bir kısmı dikey bir birleşme olarak gerçekleşmiştir.⁷⁸

⁷⁷ UNCTAD, **Trade and Development Report 2002**, <http://stats.unctad.org/fdi/eng/tableviewer>, s. 100.

⁷⁸ UNCTAD, **World Investment Report 2002**, <http://stats.unctad.org/fdi/eng/tableviewer>, s. 101-102, 14.04.2009.

Tablo 3. Uluslar Arası Birleşme ve Satın Almalar 1998- 2008
(milyar dolar)



Kaynak: UNCTAD, Cross-Border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics), (12.01.2009)

Tablo 4. Dünyada Sektör Bazında İşletme Birleşme ve Satın Almaları (1998- 2008)**(milyon \$)**

SEKTÖR	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (Ocak- Temmuz)
TOPLAM	531.648	766.044	1.143.593	593.960	369.789	296.988	380.598	929.362	1.118.068	1.637.109	621.282
Temel Sektörler	5.455	7.397	8.968	6.537	9.309	4.227	4.766	155.840	108.769	109.774	61.783
Tarım, Av, Ormancılık	1.497	241	1.472	784	37	228	648	7.992	3.017	5.056	1.221
Madencilik	3.958	7.156	7.496	5.753	9.272	4.000	4.119	147.849	105.752	104.719	60.563
Üretim	257.220	287.126	302.507	199.887	115.460	112.758	119.674	255.004	304.777	567.397	213.028
Gıda, içecek, Tütün	16.992	33.014	60.189	23.238	20.996	23.307	22.735	48.760	32.580	69.385	40.840
Tekstil	3.062	2.122	3.741	1.129	549	681	256	3.574	7.065	9.967	1.832
Ağaç ve Ağaç İşleri	13.131	7.138	18.342	12.498	5.258	2.671	3.916	7.652	9.367	19.048	5.391

Matbaa, Baskı İşleri	12.050	13.245	9.365	18.616	5.731	11.370	4.578	15.413	25.525	25.310	4.168
Kömür, Petrol ve Nükleer Yakıt	67.665	36.939	40.701	30.971	28.201	20.260	13.138	2.741	7.933	9.126	1.507
Kimyasal Ürünler	34.882	80.865	24.085	22.935	20.958	16.927	31.290	65.211	60.661	133.362	61.037
Plastik ve Plastik Ürünleri	2.790	1.105	1.214	1.535	819	893	747	3.506	8.567	9.946	743
Mineral Ürünler	8.823	12.494	12.881	8.392	2.186	1.867	6.032	15.049	10.471	45.646	25.569
Metal ve Ekipmanları	7.947	10.974	12.713	20.081	9.015	11.390	4.541	33.171	50.812	122.587	20.449
Makine Teçhizat	4.553	26.325	12.938	20.130	3.432	1.932	4.722	7.357	18.935	24.035	6.433
Elektrik, Elektronik	29.062	40.893	68.284	29.097	8.678	7.817	18.216	19.899	42.262	27.874	15.276
Hassas Maddeler	7.209	4.302	6.195	5.875	2.689	7.072	4.799	12.238	17.227	30.242	11.682

Motorlu Araçlar	48.904	17.308	30.852	5.127	6.516	6.322	4.010	16.289	11.490	39.793	14.747
Diğer Üretimler	280	672	1.007	263	431	250	696	4.143	1.882	1.077	3.355
Hizmetler	268.486	471.497	832.303	387.425	243.771	180.002	256.156	518.517	704.522	959.936	346.457
Elektrik, Gaz ve Su	27.527	55.111	84.409	17.953	57.866	13.440	17.596	75.930	62.765	130.370	47.173
İnşaat	1.336	1.787	2.921	1.397	1.041	1.048	610	8.627	11.814	11.211	1.296
Ticaret	19.624	59.524	19.399	20.238	23.189	15.184	13.087	38.451	33.277	76.565	33.297
Otel ve Restoranlar	2.799	3.593	2.120	2.895	1.130	1.073	1.268	13.554	44.415	28.794	7.117
Ulaştırma, Depolama İletişim	30.165	163.928	368.954	112.498	37.115	21.598	24.634	108.474	176.386	121.622	45.707
Finans	142.066	174.238	241.282	181.234	90.878	114.150	174.096	113.868	167.687	346.289	110.797

İşletme Faaliyetleri	22.889	35.695	82.790	33.111	29.805	9.090	22.387	121.249	153.819	180.648	87.553
Kamu Yönetimi ve Savunma	0	310	17	13	318	604	0	449	301	17	17
Sağlık ve Sosyal Hizmetler	30	54	107	110	0	41	88	9.842	17.280	10.340	3.795
Eğitim Hizmetleri	738	35	513	1.472	710	541	321	1.509	1.591	1.203	280
Toplumsal ve Bireysel Hizmet	19.887	7.214	29.784	16.467	1.809	3.231	2.068	26.176	31.386	44.206	8.226
Diğer Hizmetler	1.426	8	7	37	0	2	0	390	3.808	8.670	1.199
Sınıflandırma Dışı	488	24	38	110	1.248	0	2	0	0	0	15

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2004- 2005. (www.unctad.org/fdistatistics), (25.03.2008)
UNCTAD World Investment Report 2008. (www.unctad.org/fdistatistics), (25.03.2008)

1.7. TÜRKİYE' DE İŞLETME BİRLEŞME VE SATINALMALARI

Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerini diğer ülkelerle kıyaslamaya gidersek, Türkiye'nin bu konuda biraz geride kaldığını görebiliriz. Gelişmiş ekonomiler bir yana gelişmekte olan ülkeler dahi bu konuda çok daha iyi bir performansa sahiptirler. Örneğin; 2003 yılı itibarı ile Polonya'da 4.339 yabancı ortaklı işletme bulunurken bu sayı ülkemizde 1.091 işletme ile sınırlı kalmıştır. Yine aynı şekilde Romanya'da 89.911 gibi büyük bir rakamla önümüzde bulunmaktadır.⁷⁹ Bu rakamlara rağmen son yıllarda ülkemizde gerçekleşen birleşmeler ve satın almalar giderek artış göstermektedir. 2001 krizinden sonra yabancı yatırımcılar için ülkemizin bir fırsat bölgesi haline gelmesi, özelleştirme faaliyetlerinin artması birleşme ve satın almaları arttıran itici faktörler olmuşlardır.

Ülkemizde birleşme ve satın almanın gerçekleşebilmesi için, işletmeler halka açık olsun ya da olmasın Rekabet Kurumu'na başvurmak zorundadırlar. Aşağıda tablolarda yıllar itibarı ile Rekabet Kurulu kararları verilecektir. Ancak bu sayılarda tam anlamıyla birleşme ve satın almaların gerçek sayısını yansıtmamaktadır. Rekabet Kurulu izni çıksa dahi bazen birleşme ve satın almalar taraflar sebebiyle gerçekleşmemektedir.

Aşağıdaki tabloda Rekabet Kurulu'nun yıllar itibarıyla sonuçlandırdığı birleşme ve satın alma kararları gösterilmektedir.

⁷⁹ UNCTAD, FDI/TNC database (www.unctad.org/fdistatistics), 24.03.2009

Tablo 5. Rekabet Kurulu Tarafından Sonuçlandırılan Birleşme ve Satın Alma Kararları

Yıllar	Sonuçlanan Birleşme ve Satın Alma Dosyaları
1999	68
2000	100
2001	86
2002	103
2003	106
2004	122
2005	170
2006	186
2007	232
2008	255
Toplam	1428

Kaynak: <http://www.rekabet.gov.tr/dosyalar/belgeler/belge76/Belge1.pdf>,

24.03.2009

Tablodan da görüldüğü üzere alınan kararlarda yıllar itibarı ile sürekli bir artış bulunmaktadır. Sadece ekonomik krizin baş gösterdiği 2001 yılında bir önceki yıla göre bir düşüş yaşanmıştır. Ancak krizden sonra reel ve mali sektörde yeniden yapılandırmaya gidilerek, birleşme ve satın alma faaliyetleri kolaylaştırılmıştır.

Daha önceki bölümlerde doğrudan yabancı yatırımlarla gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin arasında pozitif bir korelasyon olduğundan bahsetmiştik. Bu doğrultuda ülkemizde gerçekleşen yabancı yatırımların artışı bize dolaylı olarak birleşme ve satın almaların da arttığını göstermektedir.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar görülmektedir.

Tablo 6. Uluslar Arası Doğrudan Yatırım Girişleri
(milyon \$)

Yıllar	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
1998	940
1999	783
2000	982
2001	3.352
2002	1.137
2003	1.752
2004	2.785
2005	10.031
2006	20.185
2007	22.046
2008	17.718
Toplam	79.959

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/dyd/tablolari/2008aralik.xls>,
(24.03.2009).

Ülkemize gelen doğrudan yabancı yatırımlarda 2001 krizi ile birlikte bir durgunluk yaşanmıştır. Fakat bu kriz dönemi yabancı yatırımcılar için ayrıca bir fırsat alanı yaratmıştır. Hükümetlerce yapılan düzenlemeler ve krizin etkilerinin azalmasıyla da özellikle 2005 yılı itibarı ile doğrudan yabancı yatırımlarda patlama yaşanmıştır. Takip eden yıllarda da doğrudan yabancı yatırımlar artarak devam etmiştir. Ancak 2008 yılında ABD merkezli başlayan küresel kriz bu hızı biraz da olsa kesmiştir.

Araştırmanın bundan sonraki bölümlerinde ele alınan işletme ortaklıkları birleşme ve satın alma şeklinde ifade edilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

1998- 2008 YILLARI ARASINDA İMKB'DE GERÇEKLEŞTİRİLEN YABANCI ORTAKLI BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR

2.1. AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş. Velios Limited (Euroasia Cinemas B.V.) Birleşmesi

AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi'nin esas faaliyet konusu her türlü film, fotoğraf, video ve benzerini üretmek ve projeksiyon odası, büfe ve/veya lokanta dahil olmak üzere sinema salonları kurup, işletmek ve yabancı video ve audio malzeme markalarının dağıtım haklarına sahip olmaktır.⁸⁰ İşletme 1981 yılında İstanbul'da kurulmuştur. 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla 182 (31 Aralık 2007: 177) adet sinema salonuna ve bu salonlarda toplam 29.332 adet (31 Aralık 2007: 28.347 adet) koltuk kapasitesine sahiptir.

İşletme hakim hissedarları, 22 Ekim 2007 tarihinde, Euroasia Cinemas B.V.'ye ait olan Virgin Adaları menşeli Velios Limited adlı şirkete, toplam sermayesinin %51,9'unu temsil eden 700.140.476 adet hisse için devir anlaşması imzalamış ve hisseler 26 Şubat 2008 itibarıyla devredilmiştir. Devir işlemi sonrası şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.⁸¹

⁸⁰ AFM, 31.12.2008 Tarihli Konsolide Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 6, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁸¹ AFM, s. 37, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Tablo 7. AFM Film Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2008		
	Hisse Grubu	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Eurasia Cinemas B.V.	A	%37,75	5.092.311
Eurasia Cinemas B.V.	C	%36,11	4.870.981
Eurasia Cinemas B.V.	B	%14,14	1.909.094
A. Adnan Akdemir	A	%10,00	1.349.036
Borsada İşlem Gören	C	%2,00	268.941
Toplam		%100,00	13.490.363

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>,
30.04.2009

2.2. Alarko Holding A.Ş. Carrier HVACR Investment B.V. Birleşmesi

Alarko Sanayi ve Ticaret A.Ş., Alarko Holding A.Ş. bünyesinde İstanbul'da kurulup tescil edilmiş bir sermaye şirkettir. Şirket, klima ve aparey üretimi, dalgıç pompa, brülör ve panel radyatör üretimi, inşaat taahhüt, otel yapım ve işletmesi gibi faaliyetlerde bulunmaktadır.⁸²

Şirket, Hollanda yasalarına göre kurulmuş olan Carrier HVACR Investments B.V.'ye imzalamış olduğu 20.04.1998 tarihli sözleşme gereğince toplam 567.391.281 TL nominal değerli Alarko Sanayi ve Ticaret A.Ş. hisselerini devretmiştir.⁸³

31 Aralık 1998 ve 1997 tarihleri itibariyle sermayenin %10 ve daha fazlasına sahip ortakların görünümü aşağıdaki gibidir:

⁸² Alarko Carrier, 31.12.1998 Tarihli Ayrıntılı Bilançolara Ait Dipnotlar, s. 9, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

⁸³ Alarko Carrier, 31.07.1998 Tarihli Duyuru, <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, 30.04.2009

Tablo 8. Alarko Carrier Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.Aralık 1998		31Aralık 1997	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Alarko Holding A.Ş	%42,03	567.392	%84,06	1.134,783
Carrier HVACR Invest.	%42,03	567.392	-	-
Diğer	%15,94	215.216	%15,94	215.217
Toplam	%100,00	1.350.000	%100,00	1.350.000

Kaynak: www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm, 30.04.2009

Birleşme ile birlikte yeni ortaklığın adı Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş. olmuştur.

2.3. Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş. Cementir Holding S.A. Birleşmesi

Ana faaliyet konusu çimento ve gaz beton üretimi ve ticareti olan Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş. İzmir merkezli bir sermaye şirketi olup Ege Bölgesi'nin ilk çimento fabrikasıdır.

İşletme ana hissedarları, sahip oldukları %56,1 oranında sermayeyi temsil eden toplam 11.781.171.978 adet hissenin satılması konusunda merkezi Lüksemburg'da bulunan Cementir Holding ile 11.06.2001 tarihinde anlaşmaya varmışlardır.⁸⁴

Ayrıca, şirket sermayesinin %56.1'inin sahibi ve temsilcilerinin hisse senetlerini İMKB toptan satışlar pazarında satmasından doğan çağrı yükümlülüğü nedeniyle Cementir Holding S.A tarafından çağrı yükümlülüğü yerine getirilmiştir. Çağrı süresinde şirket sermayesinin %41.38'ini temsil eden hisse senetlerinin sahipleri çağrıya uymuştur. Toptan satışlar pazarındaki

⁸⁴Çimentaş, 11.06.2001 Tarihli Duyuru, <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, 30.04.2009.

alımlarla çağrı süresinde yapılan alımlar sonucu Cementir Holding S.A'nın şirketteki payı %97,48'e yükselmiştir.⁸⁵

Tablo 9. Çimentoş Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2001		31.12.2000	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
İsmail Tarman	-	-	%23.44	2.461.647
Cementir Holding SA	%97,48	10.235.724	-	-

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

Tabloda sermayede %10'dan daha az paya sahip ortaklar görülmemektedir.

2.4. Deva Holding A.Ş. Eastfarma Sarl Birleşmesi

Deva Holding A.Ş. 1958 yılında kurulmuş olup, holding bünyesindeki şirketlerin faaliyet konusu beşeri ilaç üretimi ve pazarlamasıdır.

Hisselerinin % 82,38'ü İMKB'de işlem görmekte olan holdingin yönetim kurulu 12 Temmuz 2006 tarihli toplantısında; yapılan temas ve çalışmalar sonucunda iştiraklerin portföyünde bulunan hisselerinin Lüksemburg merkezli Eastpharma'ya devrine karar vermiştir.⁸⁶ Hisse devri 27 Kasım 2006'da gerçekleşmiştir. Eastpharma Sarl şirketi 2007 yılı içinde piyasadan hisse toplama faaliyetlerini sürdürerek yılsonu itibarıyla ortaklık payını 76,8'e yükseltmiştir. Eastpharma Ltd.'nin ana hissedarları Global Equities Management S.A. tarafından yönetilen fonlardır.⁸⁷

⁸⁵Çimentoş, 31.12.2001 Tarihli Hazırlanmış Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 1, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁸⁶Deva, 31.12.2007 Tarihli Hazırlanmış Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 7, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁸⁷Deva, s. 7, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Devir sonrası holdingin yeni sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

Tablo 10. Deva Holding Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2007		31.12.2006	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Eastpharma SARL	%76,8	36.867.562	%52,6	25.238.961
Carlo Erba İlaç	%4,4	2.099.521	%9,5	4.558.472
Depa İlaç Aktif Madde	%5,8	2.779.113	%5,8	2.779.113
Sayat Sağlık	-	-	%1,9	920.000
Vetaş Veterinerlik	%1,9	920.000	-	-
Diğer	%11,1	5.333.804	%30,2	14.503.454
Nominal sermaye	%100,00	48.000.000	%100,00	48.000.000

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

2.5. Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. Zentiva N.V. Birleşmesi

Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş. 24 Ekim 1951 tarihinde kurulmuştur. İşletmenin fiili faaliyet konusu insan sağlığıyla ilgili ilaçların, veteriner ilaçlarının ve kişisel sağlık bakım ürünlerinin üretimini ve satışını gerçekleştirmektir.

İşletme, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlı olup, 1990 yılından itibaren hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. Şirket sermayesinin 31 Aralık 2006 tarihi itibarıyla %30,73'ü (31 Aralık 2005: %30,73) halka açıktır.⁸⁸

İşletmenin 2 Mart 2007 tarihli yönetim kurulunda, bağlı ortaklıklarından Eczacıbaşı Özgün Kimyasal Ürünler ile Eczacıbaşı Sağlık Ürünleri Sanayi ve

⁸⁸Eczacıbaşı, 31.12.2006 Tarihli Konsolide Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 6, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Ticaret A.Ş.' de sahibi bulunduğu hisselerin %75'inin Çek Cumhuriyeti merkezli Zentiva N.V. şirketine satışına karar verilmiştir. 31 Aralık 2006 tarihi itibarıyla bu projeye özgü olarak hazırlanmış finansal tablolar esas alınarak ve hisse devir işleminin kapanış tarihi itibarıyla denetlenecek kapanış bilançosuna göre söz konusu şirketlerin net nakit/ borç durumu ve çeşitli çalışma sermayesi kalemlerinde 31 Aralık 2006 tarihinden sonraki değişmelerle ilgili uyarlamalara tabi olmak kaydıyla belirlenen ve gerekli yasal süreç ve izinlerin tamamlanmasına bağlı olarak, toplam 613.000.000 avroluk bedelin %75 karşılığı olan 459.750.000 avro bedelle devredilmesine karar verilmiştir.⁸⁹

Bu hisse satışıyla Zentiva N.V. Eczacıbaşı İlaç Sanayi A.Ş.' nin hâkim ortağı durumuna gelmiştir.

2.6. İzocam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Alamana Industries Co. S.A.K. - Saint Gobain Isover Konsorsiyumu Birleşmesi

İzocam Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi 1965 yılında kurulmuş olup fiili faaliyet konusu, inorganik ve organik izolasyon malzemeleri (camyünü ve taş yünü, mineral yünler ile expanded ve extruded polistirenler, elastomerik kauçuklar, polietilen, izolasyonlu ve izolasyonsuz çatı ve cephe panelleri, ara bölmeler ve asma tavan) imalatı ve ticaretidir.

İşletme, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlıdır ve hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 15 Nisan 1981 tarihinden itibaren işlem görmektedir. 31 Aralık 2006 tarihiyle İMKB'de kayıtlı %38,81 oranında hissesi bulunmaktadır.⁹⁰

Temel Ticaret ve Yatırım A.Ş. ile Koç Ailesi üyelerinin, İzocam'da bulunan toplam % 61,2 oranındaki hisselerinin St. Gobain Isover (Fransa) ve Alamana (Kuveyt) Industries ortaklığına toplam işletme değeri 280.000.000

⁸⁹ Eczacıbaşı, s. 58, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁹⁰ İzocam, 31.12.2006 Tarihli Hazırlanmış Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 6, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

dolar olmak üzere 171.300.000 dolara satışı için 5 Eylül 2006 tarihinde Hisse Satış Anlaşması imzalanmıştır. Hisse devri Rekabet Kurulu'nun 23.11.2006 tarihli onayından sonra gerçekleşmiştir⁹¹.

Hisse devir işleminin tamamlanmasıyla Alamana Industries Co. ve Saint Gobein Isover ortaklığı İzocam şirketinin %61,2 ile hakim hissedarı durumuna gelmiştir.

2.7. Kent Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Cadbury Schweppes Overseas Ltd. Birleşmesi

Kent Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. şekerleme, sakız, çikolata ve kakaolu ürünler imalatı ve satışı yapmaktadır. İşletme 1956 yılında Tahincioğlu Ailesi tarafından kurulmuş olup İstanbul'da tescil edilmiştir.

İşletme Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlı olup hisse senetlerinin %0,91'lik kısmı İMKB'de işlem görmektedir.

İşletmenin hakim hissedarı Tahincioğlu Holding A.Ş. ile Tahincioğlu Ailesi 30 Nisan 2002 tarihinde, işletme hisselerinin %51'ini 74.802.435 dolar karşılığında Cadbury Schweppes Overseas Limited'e satışını gerçekleştirmiştir. Bu satışı takiben Cadbury piyasaya çağrıda bulunarak, halka açık olan %15 oranında hissenin %14,09'luk kısmını satın almıştır.⁹²

⁹¹ <http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=kararliste>, (Karar Sayısı: 06-85/1088-316), 15.04.2009.

⁹² Kent Gıda, 31.12.2002 Tarihli Bilançoya Ait Dipnotlar, s. 5, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Tablo 11. Kent Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2002		31.12.2001	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Cadbury Schweppes	%65,09	11.247.552	-	-
Tahincioğlu Holding	%34,00	5.875.200	%50,56	8.736.000
Tahincioğlu Ailesi	-	-	%34,44	5.952.000
Borsada İşlem Gören	%0,91	157.248	%15,00	2.592.000
Toplam	%100,00	17.280.000	%100,00	17.280.000

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

13 Aralık 2005'te % 30,00 ve 15 Mayıs 2009'da %4,00'lük Kent Gıda hisse payları, Cadbury Schweppes firması tarafından Tahincioğlu Holding'den satın alınmıştır. Böylece hisselerinin %99,09'u Cadbury Schweppes'in eline geçmiştir.

2.8. Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin Tesco PLC Tarafından Satın Alınması

Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş. 17 Şubat 2004 tarihinden itibaren Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş. ismini almıştır. 1992 yılında İzmir'de kurulmuş olup ana faaliyet konusu hipermarket, süpermarket ve benzeri mağaza ve tesisleri aracılığıyla her türlü gıda ve tüketim maddeleri ticareti ile alışveriş merkezleri, akaryakıt satış ve servis istasyonları işletmeciliği yapmaktır.⁹³

İşletmenin A Grubu hisselerinin %51,19'u ve toplam sermayenin %81,52'sine isabet eden B grubu hisseleri 11 Kasım 2003 tarihinde İngiliz merkezli bir şirket olan Tesco PLC tarafından satın alınmıştır.⁹⁴

⁹³ Kipa, 31.12.2003 Tarihli 2006 Tarihli Hazırlanmış Mali Tablolara Ait Dipnotlar, s. 1, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁹⁴ Kipa, s. 1, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Tablo 12. Kipa Satılma Sonrası Sermaye Yapısı

	31 Aralık 2003		31 Aralık 2002	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Tesco PLC	%81.52	9.628.053	-	-
Diğer	%18.48	2.182.611	%100.00	11.810.664
Toplam	%100.00	11.810.664	%100.00	11.810.664
Sermaye düzeltme hesabı		38.681.117		38.681.117
		50.491.781		50.491.781

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

2.9. Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Dinter Gmbh Birleşmesi

Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 7 Şubat 1991 tarihinde kurulmuş olup meyve suyu konsantresi, meyve püresi ve salça üretimi faaliyetlerinde bulunmaktadır.

31 Aralık 2004 tarihi itibarıyla işletme hisselerinin %50,10'una sahip olan Merko Gıda 7 Nisan 2005'te hisselerini Dinter Gmbh 'e satmıştır. Satış işlemi sonucu Dinter' in işletme hisselerindeki toplam payı %59,83 olmuştur. Ayrıca Dinter, 17 Kasım 2005'de hissedarlardan Hüseyin Avni Kefeli üzerinde görünen hisseleride satın alarak hisse oranını % 68,83'e çıkarmıştır.⁹⁵

Şirket'in 31 Aralık 2005 ve 31 Aralık 2004 tarihlerindeki ödenmiş sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

⁹⁵ Konfrut Gıda 31.12.2005 Tarihli Yılsonu Bilançosu Dipnotları, s. 1, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Tablo 13. Konfrut Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2005		31.12.2004	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Dinter Gmbh	%68,83	3.303.840	-	-
Merko Gıda	-	-	%50,10	2.404.600
Hüseyin Avni Kefeli	-	-	9,00%	432.000
Borsada İşlem Gören	%31,17	1.496.160	%40,90	1.963.400
Toplam	%100,00	4.800.000	%100,00	4.800.000
Sermaye Düzeltme Hesabı		6.231.348	-	6.231.348
Toplam Ödenmiş Sermaye		11.031.348	-	11.031.348

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

2.10. Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Aetna S.A. Birleşmesi

Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1982 yılında kurulmuştur. İşletme derin dondurulmuş meyve ve sebze, domates salçası, küp domates, meyve ve sebze püresi, soslar, şuruplar, mayonez, ketçap, hardal, reçel marmelat üretimi ile uğraşmaktadır.⁹⁶

Merko, 6 Eylül 2005 tarihli yönetim kurulunda, kayıtlı sermaye tavanı limit olmak üzere 20.377.128 TL tutarındaki sermayesinin 27.150.000 TL'ye artırılmasına, artırılan 6.772.872 TL'lik tutarın nominal değeri 1 TL olarak 6.772.872 adet hissesinin mevcut ortakların rüçhan hakkının kısıtlanması suretiyle Yunanistan merkezli Aetna S.A. şirketine satışına karar vermiştir.⁹⁷ Satış 29.03.2006 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

⁹⁶ Merko Gıda 31.12.2006 Tarihli Konslide Mali Tablo Dipnotları, s. 10, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

⁹⁷ <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, 08.09.2005 Tarihli Duyuru, 30.04.2009.

Tablo 14. Merko Gıda Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2006		31.12.2005	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aetna S.A.	%24,90	6.772.872	-	-
Merko Holding A.Ş.	%22,50	6.098.107	%29,90	6.098.107
Diğer Ortaklar	%21,80	5.920.191	%32,00	6.520.191
Borsada İşlem Gören	%30,80	8.358.830	%38,10	7.758.830
Toplam Sermaye	%100,00	27.150.000	%100,00	20.377.128

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

Aetna S.A sermayeye ilişkin olarak 31 Mart 2006 tarihinde 6.772.872 TL'nin ödemesini gerçekleştirmiştir. Sermaye artırımını sonrası Aetna S.A.'nın ortaklık oranı % 24,9 olurken, Merko Holding A.Ş.'nin payı % 22,5 'e gerilemiştir.

2.11. Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin Moonlight Capital S.A. Şirketi Tarafından Satın Alınması

Migros Türk Ticaret Anonim Şirketi, 1954 yılında İstanbul'da kurulmuştur. İşletmenin ana faaliyet konusu, yiyecek ve içecekler ile dayanıklı tüketim mallarının sahibi bulunduğu Migros, Şok, Tansaş, Macrocenter, ve yurtdışındaki Ramstore mağazalarında satışını kapsamaktadır. Şirket aynı zamanda diğer ticari şirketlere alışveriş merkezlerinde yer kiralamaktadır.⁹⁸

Uluslararası bir girişim sermayesi şirketi olan BC Partners tarafından yönetilen fonların kontrol ettiği Lüksemburg merkezli Moonlight Capital S.A. Koç Holding A.Ş' nin Migros Türk Ticaret A.Ş' de sahip olduğu şirket sermayesinin % 50,83'ünü temsil eden hisselerinin alıcının doğrudan veya dolaylı olarak hisselerinin % 99,99'una sahip olacağı, Türkiye Cumhuriyeti kanunlarına tabi

⁹⁸ Migros, 31.12.2008 Tarihli Konslide Mali Tablo Dipnotları, s. 12, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

olarak kurulacak bir anonim şirket tarafından satın alınması amacı ile Koç Holding ile 13 Şubat 2008 tarihinde bir hisse devir sözleşmesi imzalamıştır.⁹⁹

Tablo 15. Migros Türk Satılma Sonrası Sermaye Yapısı

	31.12.2008	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Moonlight Capital S.A.	%97,92	174.323.341
Diğer	%2,08	3.706.659
Toplam	%100,00	178.030.000

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

Birleşmeyle, Moonlight Capital S.A.'nın birleşme sonrası ticaret unvanı "Migros Ticaret Anonim Şirketi" olarak değiştirilecektir.

2.12. Petkim Petrokimya Holding A.Ş. Özelleştirmesi

Petkim Petrokimya Holding A.Ş.'nin ana faaliyet konusu petrokimya ürünlerinin üretimi ile bunların iç ve dış ticaretinin yapılmasıdır. Holding, 1965 yılında kurulmuş olup 14 ana üretim tesisi, bir torba üretim fabrikası, bir sıvı atık yakma ünitesi ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Holding, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlı olup, hisselerinin %38,68'i halka açıktır. 9 Temmuz 1990 tarihinden itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir.¹⁰⁰

Petkim' in sermayesindeki % 51 oranındaki kamu hissesinin, blok satış yöntemi ile özelleştirilmesine ilişkin ihale sürecinde, 05 Temmuz 2007 tarihinde kamuya açık olarak yapılan nihai pazarlık görüşmeleri sonucunda ikinci en yüksek teklifi veren Socar-Turcas-Injaz Ortak Girişim Grubu'na satılması,

⁹⁹ <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, 14.02.2008 Tarihli Duyuru, 30.04.2009.

¹⁰⁰ Petkim, 31.12.2008 Tarihli Mali Tablo Dipnotları, s.5, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 22 Kasım 2007 tarih ve 2007/63 sayılı kararı ile onaylanmıştır. İhale 2,04 milyar dolarla sonuçlanmıştır. Petkim hisselerinin Socar-Turcas-Injaz Ortak Girişim Grubu tarafından kurulan Socar-Turcas Petrokimya A.Ş.'ye devrine yönelik sözleşme 30.05.2008 tarihinde imzalanmıştır.¹⁰¹

Tablo 16. Petkim Özelleştirme Sonrası Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Socar Turcas A.Ş.	%51,00	104.422.500
Borsada İşlem Gören	%38,68	79.194.142
Özelleştirme İdaresi	%10,32	21.133.358
Toplam	%100,00	204.750.000

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

2.13. Petrol Ofisi A.Ş. OMV Aktiengesellschaft Birleşmesi

Petrol Ofisi A.Ş. 1941 yılında bir Kamu İktisadi Teşekkülü olarak kurulmuş olup, fiili faaliyet konusu yurt içinden ve yurt dışından akaryakıt temin etmek ve satmak, dağıtımını tanzim etmek, depolamak, üretim ve harmanlama için gerekli tesisleri kurmak, ithalini ve ihracını yapmaktır. İşletme hisse senetleri 1991 yılından itibaren İMKB' de işlem görmektedir.¹⁰²

Doğan Holding, Temmuz 2000'de satın aldığı Petrol Ofisi için, Avusturya'nın önde gelen petrol ve gaz şirketi olan OMV Aktiengesellschaft ile rafineri, petrol arama ve üretim konuları da dahil olmak üzere petrol ve gaz ürünleri dağıtım ve tedariki hususunda yapılan görüşmeler neticesinde işletme hisselerinin %34'ünü OMV'ye satmayı kararlaştırmıştır. 25 Nisan 2006 tarihinde Rekabet Kurumu devir işlemine izin vermiştir. Devire konu olan hisselerin toptan satış bedeli 1.054.000.000 dolar olup ödeme 16 Mayıs 2006 tarihinde

¹⁰¹ Petkim Faaliyet Raporu 2008, s.9.

<http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

¹⁰² Petrol Ofisi, 31.12.2006 Tarihli Mali Tablo Dipnotları, s. 6,

<http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

yapılmıştır. Sözleşmede OMV ile ortak yönetim anlayışı benimsenmiş olup, sekiz üyeden oluşan işletme yönetim kurulunun dört üyesi Doğan Holding tarafından, kalan dört üye OMV tarafından atanacaktır.¹⁰³

Tablo 17. Petrol Ofisi Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31 Aralık 2006		31 Aralık 2005	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Doğan Holding	%52,73	220.124.940	%92,99	388.148.531
OMV	%34,00	141.933.000	-	-
Halka açık kısım	%13,27	55.392.060	%7,01	29.301.435
Toplam	%100,00	417.450.000	%100	417.450.000

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

2.14. Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kâğıt Sanayi A.Ş. Mondipacking Corrugated BV Birleşmesi

Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kâğıt Sanayi A.Ş.'nin fiili faaliyet konusu, kağıt, oluklu mukavva, oluklu mukavva kutu, ofset baskılı kutu ürünleri üretimi ve satışı ile enerji üretimini kapsamaktadır. 1974 Tarihinde kurulan şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlıdır ve hisseleri İMKB'de 1990 yılından itibaren işlem görmektedir. 31 Aralık 2007 itibariyle, İMKB'ye kayıtlı % 100 oranında hissesi mevcuttur.¹⁰⁴

İşletme sermayesinin %53,56'sını temsil eden 2.117.915.691 adet hissenin İngiltere merkezli Mondipacking'e devri 03 Eylül 2007 tarihi itibariyle tamamlanmıştır. Bir kuruluş nominal değerli hisse için ödenen satın alma bedeli yaklaşık olarak 0,05 ABD Doları olmuştur. Hisse devri İMKB dışında gerçekleşmiş, söz konusu işlem 21 Ağustos 2007 tarihinde Rekabet Kurulu

¹⁰³Petrol Ofisi, s. 7, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

¹⁰⁴ Tire Kutsan, 31.12.2007 Tarihli Konsolide Mali Tablo Dipnotları, s. 6, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

tarafından onaylanmıştır. Bu duruma göre, işletmenin 31 Aralık 2007 ve 31 Aralık 2006 tarihlerindeki ödenmiş sermaye yapısı tarihi değerlerle aşağıdaki gibidir.¹⁰⁵

Tablo 18. Tire Kutsan Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31 Aralık 2007		31 Aralık 2006	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay tutarı (TL)
Mondi Packaging	%53,56	21.179	-	-
QVT Fund	%22,61	8.941.572	-	-
Ülker Bisküvi San. A.Ş.	%9,83	3.887.333	%9,83	3.887.333
Yıldız Holding A.Ş.	-	-	%25,14	9.941.205
Mirabaud And Cie	-	-	%16,97	6.711.616
Diğer	%14,00	5.537.152	%48,06	19.005.060
Toplam	%100,00	39.545.214	%100,00	39.545.214
Sermaye Düzeltme Hesabı		17.766.158		17.766.158
		57.311.372		57.311.372

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

2.15. Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. Carlsberg Breweries Birleşmesi

Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş.'nin faaliyet konusu, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda satılmak üzere bira, malt ve meşrubat üretimi ile satışını gerçekleştirmektir.¹⁰⁶

Şirket ortaklarından Yaşar Holding A.Ş.'ye ait 1,00 TL nominal bedelli ve işletme toplam sermayesinin %47.77'sine isabet eden 5.376.812.062 adet hisse 16 Temmuz 2001 tarihinde Carlsberg Breweries' e satılmıştır. Böylece Carlsberg Breweries, şirket hisselerinin %50.01'ine ve yedi kişiden oluşan yönetim kurulu üyeliklerinin 4'üne sahip olmuştur. Ayrıca Carlsberg Breweries

¹⁰⁵ Tire Kutsan, s. 35, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

¹⁰⁶ Türk Tuborg, 31.12.2001 Bilanço Dipnotları, s. 4, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

diğer hisseler için 20 Temmuz 2001 tarihinde diğer ortaklara çağrıda bulunmuş ve 4– 18 Eylül 2001 tarihleri arasında gerçekleştirilen işlemler sonucu 3.652.255 TL tutarında olan ve şirket sermayesinin %32.45'ini oluşturan hisselerle de sahip olmuştur. Buna istinaden 31 Aralık 2001 tarihi itibarıyla Carlsberg Breweries' e ait şirket hisselerinin oranı %82.46'ya çıkmıştır.¹⁰⁷

Tablo 19. Türk Tuborg Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	31 Aralık 2001		31 Aralık 2000	
	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Carlsberg Breweries	(%)82,46	9.281.720	-	-
Dyo A.Ş.	(%)6,06	682.091	(%)6,06	341.046
Yaşar Holding A.Ş.	(%)4,80	540.614	(%)52,57	2.958.713
Diğer	(%)6,68	751,200	(%)41,37	2.328.054
Toplam	(%)100,00	11.255.625	(%)100,00	5.627.813

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009

¹⁰⁷ Türk Tuborg, s. 4, <http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, 30.04.2009.

Tablo 20. İMKB’de İşlem Gören Birleşmeye ya da Satın Almaya Giden Firmalar

HİSSE DEVİR TARİHİ	ALICI FİRMA	BORSADA İŞLEM GÖREN FİRMA ADI
24.04.1998	Carrier HVACR Investment B.V.	Alarko Carrier A.Ş.
11.06.2001	Cementir Holding S.A.	Çimentaş A.Ş.
16.07.2001	Carlsberg Breweries A/S	Türk Tuborg A.Ş.
30.04.2002	Cadbury Schweppes Overseas Limited	Kent Gıda A.Ş.
11.11.2003	Tesco Plc	Tesco Kipa A.Ş.
07.04.2005	Dinter GmbH	Konfrut Gıda A.Ş.
29.03.2006	Aetna SA	Merko Gıda A.Ş.
16.05.2006	OMV Aktiengesellschaft	Petrol Ofisi A.Ş.
05.09.2006	Alamana Industries, Saint Gobain Isover	İzocam A.Ş.
27.11.2006	Eastpharma Sarl	Deva Holding A.Ş.
02.07.2007	Zentiva N.V.	Eczacıbaşı İlaç Sınai A.Ş.
03.09.2007	Mondi Packaging Corrugated B.V.	Tire Kutsan A.Ş.
26.02.2008	Velios Limited	AFM Filmcilik A.Ş.
30.05.2008	Moonlight Capital S.A.	Migros A.Ş.
30.05.2008	Socar&Turcas-Injaz	Pektim A.Ş.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB' DE YABANCI ORTAKLARLA GERÇEKLEŞTİRİLEN BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN MALİ PERFORMANSLARININ ORANLAR YÖNTEMİYLE DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1. UYGULAMANIN AMACI

Küreselleşmenin en somut örnekleri ve sonuçları olarak gösterebileceğimiz uluslar arası işletmeler daha da büyümek adına faaliyetlerini sürdürmektedirler. Gerçekleştirilen bu faaliyetler artık uluslar arası çapta sürekli bir eğilim haline gelen işletme birleşme ve satın almalarını çok yaşanan bir olgu haline getirmiştir.

Uygulamanın amacı, bu bağlamda gerçekleşmiş olan yabancı ortaklı birleşme ve satın almaların, birleşme sonrası mali performanslarının ne yönde geliştiğinin ve de istenilen sonuçlara ne oranda ulaşıldığının tespit edilmesidir.

Uygulamada, İMKB'de gerçekleşmiş olan yabancı ortaklı işletme birleşme ve satın almalarının mali performansları ele alınacaktır.

3.2. UYGULAMANIN YÖNTEMİ

Uygulamada, birleşme ve satın alma işleminin tamamlanması itibarıyla İMKB'de faaliyetlerini sürdürmeye devam eden işletmelerin mali performanslarının değerlendirilmesinde bağımsız denetimden geçmiş ve yayınlanmış mali tablolarından (bilanço, gelir tablosu) yararlanılmıştır. Yararlanılan tabloların tamamı yılsonu itibarıyla düzenlenen tablolardır. Tablolar analiz edilirken yıllar arasında gerçekleşen farklılıkları daha iyi görebilmek adına

oranlar analizi yöntemi kullanılmıştır. Bu teknikte amaç, tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin kalemlerin birbirleri ile oranlanarak matematiksel olarak açıklanabilmesidir. Böylece işletmenin finansal yapısı, karlılığı ve çalışma durumu hakkında bilgi edinilebilir.¹⁰⁸

Oranlar, bilinen üzere değişik şekillerde gruplandırılabilirler. Burada işletme faaliyetlerinin değerlendirilmesindeki kullanım biçimlerine göre bölümlenmişlerdir.

Bu gruplama biçimine göre oranlar:

- Likidite Oranları,
- Finansal Yapı Oranları,
- Verimlilik Oranları,
- Karlılık Oranlarıdır.¹⁰⁹

3.2.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve net işletme sermayesinin yeterliliğini gösteren oranlardır.

İşletmenin cari durumunun belirlenmesinde; dönen varlıkların ne derece güvence sağladığının, varlıkların kalitesi ve likiditesi açısından incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, işletmeye borç verenlerin güvencede olup olmadığı belirlenirken, net çalışma sermayesi miktarı yanında varlıkların kalitesi (bir varlığın satışa çıkarıldığı zaman gerçek değerini bulma olasılığı) ve likidite derecesine de bakmak gerekir.¹¹⁰

¹⁰⁸ YÜKÇÜ, Süleyman; Diğerleri: **'Finansal Yönetim'**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999, s. 381-382.

¹⁰⁹ AKDOĞAN, Nalan; TENKER, Nejat: **'Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri'**, Gazi Kitabevi, 10.Baskı, 2006, s. 608.

¹¹⁰ AKDOĞAN, TENKER, s. 610.

İşletmenin likiditesini belirlemede kullanılan oranlar işletmenin parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların ödenme olanaklarını saptamaya yardım eder. Başka bir deyişle, bu oranlar işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılırlar.

3.2.1.1. Cari Oran

İşletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklarına oranını gösteren orandır. Genel kanı cari oranın 2 civarında olması yönündedir. Ayrıca bu oranın 1/1'den büyük olması da işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılayabileceğini göstermektedir.

Ancak daha öncede bahsedildiği gibi oranın iki olması ödeme gücünün yeterliliğini ispatlamaz. Ödeme araçlarının likidite derecelerinin ve kalitelerinin de yüksek olması gerekmektedir.¹¹¹

Bununla birlikte cari oran 2'den büyükte çıkabilmektedir. Böyle durumlarda ise işletmenin elinde atıl fon tuttuğunu söyleyebiliriz. İşletme bu varlıkları kullanmayarak fırsat maliyetini artırma yoluna gitmektedir. Ancak yine de bu durum karlılığı olumsuz etkilemektedir.

3.2.1.2. Asit Test Oranı

Asit-test oranı cari oranı tanımlayarak onu daha anlamlı bir hale getirmektedir. Bu oran, işletme varlıklarının ne kadar süratle paraya çevrilebildiğini gösterir orandır.

Dönen varlıklar arasında yer alan stoklar kaleminin paraya çevrilmesi diğer dönen varlıklara göre daha uzun bir zamanda gerçekleşmektedir. İşte bu

¹¹¹ YÜKÇÜ, Süleyman, s. 386.

yüzden likidite durumunun analizinde, dönen varlıkların toplamından stok kalemi çıkartılarak kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanır.¹¹²

Ancak işletmenin stokları yanında süratle paraya çevirebileceği diğer varlıklarda olmayabilir. Bu durumda, oranın payında bulunan tutar daha da küçülecek yani dönen varlıkları tutarından stoklar yanında diğer uzun sürede paraya çevrilebilir varlıklar düşülecektir. Sonuç olarak işletmenin dikkate alması gereken varlıklar; hazır değerler, menkul kıymetler ve kısa vadeli alacaklar kalemleri olacaktır. Bu oranın 1/1 olması genelde yeterli görülmektedir. İşletme kısa vadeli borçlarının tamamının hazır değerler, menkul kıymetler ve kısa vadeli alacaklarla karşılanabileceğini göstermektedir. Ancak buda yeterli bir değerlendirme olmayabilir. Örneğin; bu oran 1'den büyük olsa dahi alacakların tahsilât sürelerinin uzun olması bu oranı yetersiz kılabilmektedir.¹¹³

3.2.1.3. Nakit Oranı

İşletmelerde nakit oranı para ve benzeri değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara oranını göstermektedir. İşletmenin elindeki hazır mevcut değerleri ile kısa vadeli borçların ne ölçüde karşılanabildiğini gösterir orandır. Bir başka ifadeyle, işletmenin acil durumlarda ki para durumunu yansıtmaktadır. Birinci derece likidite oranı ismiyle de anılan bu oran faaliyetlerden sağlanan fon girişlerinin tamamen durması ve alacakların tahsil edilememesi durumunda işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü yansıtmaktadır. Oranın 0,20'nin altına düşmemesi kural olarak arzu edilmektedir. Eğer işletme bu oranın altına düşerse işletmenin para durumunda sıkışık bir durum ortaya çıkar ve işletmenin yeni krediler bulma zorunluluğu doğar.¹¹⁴

¹¹² ÇETİNER, Ertuğrul: 'İşletmelerde Mali Analiz', Gazi Kitabevi, 3. Baskı, 2000, s. 141.

¹¹³ YÜKÇÜ, Süleyman, s. 388.

¹¹⁴ AKDOĞAN, TENKER, s. 615.

3.2.2. Finansal Yapı Oranları

İşletmenin varlıklarını hangi kaynaklardan elde ettiğini; kaynakların yapısını, dağılımını; uzun vadedeki borçlarını ödeme gücünü analiz eden oranlar bu başlık altında toplanmaktadır. İşletmenin dönen ve duran varlıklarının yabancı kaynak veya özkaynak, yabancı kaynak dengesinin sağlanması yabancı kaynak finansmanında ki anapara ve faiz ödemelerinde işletmenin güçlü bulunması anlamına gelir. Bu kriterlerin istenilen düzeyde bulundurulmaları işletmenin sağlamlığını belirleyecektir. Kaynak kullanımında özkaynakların ön plana çıkması durumunda, işletmenin finansal yapısı güçlenecek ve az miktarda kullanılan yabancı kaynakların kolaylıkla ödenmesi gerçekleşeceğinden borç verenlerin riski azalacaktır.¹¹⁵

Çalışmada kullanılan oranlar aşağıda sırayla ele alınmıştır.

3.2.2.1. Finansal Kaldıraç Oranı

İşletmenin kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklarının aktif (pasif) toplamına oranını gösteren orandır.

Bu oran yabancı kaynakların, toplam kaynaklar içindeki payını göstermektedir. Ayrıca oranın yüksek çıkması işletme özkaynaklarının yetersiz olabileceğini gösterir. Yani işletme borçlarını ödemede sıkıntı yaşayabilecek pozisyonudadır. Gelişmiş ülkelerde bu oranın 1/2 olması normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın biraz daha yüksek olması kabul edilir bir durumdur.¹¹⁶

3.2.2.2. Finansman Oranı

Finansman oranı, işletmenin özkaynaklarının, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamına olan oranını ifade etmektedir. İşletmenin

¹¹⁵ YÜKÇÜ, Süleyman, s. 393.

¹¹⁶ YÜKÇÜ, s. 394.

öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasında uygun bir oranın olup olmadığı konusunda bize bilgi verir. Oranın genelde 1/1 olması istenen durumdur. Oranın 1'den küçük olması işletmede alacaklıların baskını daha fazla hissettirmektedir. Ayrıca bu durumun özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde yaşanması işletmeye daha fazla faiz yükü yükleyerek onun finansal olanaklarını tüketecektir. İşletme borçlarını ödeyemez durumda bile kalabilecektir.¹¹⁷

3.2.2.3. Özsermaye Oranı

İşletmenin sahip olduğu özkaynakların aktif (pasif) toplamına bölünmesiyle elde edilen orandır. Bu oranla, işletmelerde varlıkların yüzde kaçının işletme sahip ve ortakları tarafından finanse edildiğini ortaya çıkmaktadır. Oranın yüksek çıkması işletmenin uzun vadeli borç ödeme gücünün iyi olduğunu göstermektedir. Bu oranın zaman içinde yükselme eğiliminde olması işletme yönetiminin bir bakıma başarısını göstermektedir.¹¹⁸

3.2.2.4. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı

Başlıktan da anlaşılacağı üzere bu oran işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarının pasif toplamına bölünmesiyle elde edilen orandır. Diğer bir anlatımla kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranını bize vermektedir. Bu oranın yüksek çıkması işletmede aktiflerin büyük bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını gösterir. Özellikle duran varlık finansmanında bu kaynaklara başvurulması arzu edilmeyen bir durumdur

3.2.2.5. Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı

İşletmede uzun vadeli yabancı kaynakların pasif toplamına bölünmesiyle elde edilen orandır. Diğer bir ifadeyle uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranını bize verir.

¹¹⁷ AKDOĞAN, TENKER, s. 620.

¹¹⁸ A.g.e., s. 619.

3.2.3. Verimlilik Oranları

Faaliyet oranları da denilen bu oranlar, işletmenin faaliyetlerinde kullandığı varlıkların ne derece etkin kullanıldığını ölçen oranlardır.

Çalışmamızda bu oranlardan aktif devir hızı oranı ve özkaynak devir hızı oranından faydalanılmıştır.

3.2.3.1. Aktif Devir Hızı Oranı

Aktif devir hızı işletmedeki aktif kullanımının verimliliğini ölçer. Bu oran dönem içinde gerçekleştirilen net satışların ortalama toplam aktife bölünmesiyle elde edilir. Oranın düşüklüğü işletmenin tam kapasiteyle çalışmadığının bir göstergesidir.¹¹⁹

3.2.3.2. Özkaynak Devir Hızı Oranı

İşletmenin özsermayesi ile yaptığı satışların oranlanmasıyla elde edilir. Özsermayenin verimliliğini ölçen bir oran olarak ne miktar özsermaye ile ne kadar kar satış hasılatı elde edildiğini göstermektedir. Oranın yüksek olması özsermayenin verimli bir şekilde kullanıldığını, düşük olması ise atıl özsermaye bulunduğunu göstermektedir.¹²⁰

3.2.4. Karlılık Oranları

İşletme faaliyetleri sonucunda elde edilmiş olan karların karşılaştırıldığı bu oranlar faaliyetlerin ne kadar verimli olduğunu gösterir oranlardır. Bir başka deyişle işletmenin geçmişteki kazanç gücü ve faaliyetlerinin etkinlik derecesi değerlendirilir.

¹¹⁹ AKDOĞAN, TENKER, s. 633.

¹²⁰ YÜKÇÜ, Süleyman, s. 413.

3.2.4.1. Mali Karlılık Oranı

Mali rantabilite de denilen bu oranda, işletme sahipleri tarafından sermaye olarak koyulan kaynağın ne kadar kar getirdiğini test edilir. Bu orana, işletmenin net karının işletme özkaynaklarına bölünmesiyle ulaşılır. Ayrıca bu oran işletme yönetimindeki başarı/ başarısızlık derecesinin bir göstergesi olarak da kabul edilmektedir.¹²¹

3.2.4.2. Varlıkların Karlılığı Oranı

İşletmenin, elindeki varlıkları (aktif) ne derece verimli kullandığını test eden orandır. Oran, işletmede vergiden sonraki karın toplam aktife bölünmesiyle elde edilir. Oranın yüksek olması arzu edilen bir durumdur. Eğer aktif toplamı yabancı kaynaklarla finanse edilirse faiz giderleri nedeniyle kar tutarı azalacağından varlıkların karlılığı oranı düşecek, özsermaye ile finanse edilmesi sonucunda varlıkların karlılığı oranı yükselecektir.¹²²

¹²¹ AKDOĞAN, TENKER, s. 637.

¹²² YÜKÇÜ, Süleyman, s. 421.

3.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMAYA GİDEN İŞLETMELERİN BİRLEŞME VE SATIN ALMA SONRASI MALİ PERFORMANSLARI

3.3.1. AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

AFM hisselerinin 26.02.2008 tarihiyle el değiştirmesiyle işletmenin hakim ortağı Velios Limited şirketi olmuştur.

Aşağıdaki tabloda işletmenin son iki yılı yılsonu mali tablolarından elde edilen verilerle hesaplanmış oranlar bulunmaktadır. Verilen tablo incelendiğinde, işletmenin likidite oranlarında birleşme öncesi ve sonrasında genel olarak bir düşüş yaşandığı görülmektedir. 2007 yılı sinema ve video film sektörü ortalamalarına bakıldığında cari oranın 1,30, asit- test oranının 1,01 ve nakit oranının 0,04 olduğu görülmektedir.¹²³ Bu açıdan bir karşılaştırma yapıldığında işletmenin çalışma sermayesinin yeterli olmadığı görülebilmektedir. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemedeki güçlük çekebileceği söylenebilir. Ayrıca sektör ortalamalarının genel kabul görmüş likidite oranlarından daha düşük olduğu da açıktır.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde 2008 yılı sonu itibarıyla işletmede yabancı kaynak kullanımının önceki yıla göre arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında %100'den fazla bir artış yaşanmıştır. Genelde ortaklar açısından dış kaynaklardan faydalanmak aslında arzu edilen bir durum olsa da (kaynak maliyeti az) AFM Filmcilik açısından yabancı kaynak kullanımı optimum oranların üstüne çıktığı söylenebilir. İşletmede borçlanmanın sürekli artışı yönetimin yeni kredi bulmasını güçleştirebilir.

¹²³ <http://www2.tcmb.gov.tr/sektor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 21. AFM Film Oranlar Tablosu

	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI
<i>Likidite Oranları</i>		
Cari Oran	0,48	0,38
Asit-Test Oranı	0,45	0,36
Nakit Oranı	0,17	0,11
<i>Finansal Yapı Oranları</i>		
Finansal Kaldıraç Oranı	0,66	0,82
Finansman Oranı	0,52	0,22
Özsermaye Oranı	0,38	0,18
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,27	0,58
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,35	0,24
<i>Verimlilik Oranları</i>		
Aktif Devir Hızı Oranı	0,97	1,06
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,67	5,87
<i>Karlılık Oranları</i>		
Net Kar / Özkaynaklar	0,07	—0,74
Net Kar / Toplam Aktif	0,02	—0,13
<i>Büyükük Değişmeleri</i>		
Toplam Varlıklar (%)	10,52	9,06
Özkaynaklar (%)	6,06	—42,58
Dönem Karı (TL)	1.503.919	(9.016.639)
Dönem Karı Değişimi (%)	—41,94	Zarar
Sermaye (TL)	13.490.363	13.490.363
Net Kar / Sermaye	0,11	—0,67

Tabloda işletmenin verimlilik oranları incelendiğinde, aktif devir hızının birleşme öncesi ve sonrası sabit bir seyir izlediği görülebilir. Ancak 2008 yılı özkaynak devir hızı oranında %100'lük bir artış gözlenmiştir. Bu artıştaki ana sebep net hizmet gelirlerinin artması değil özkaynak kaleminin 2007 yılına göre %42,58'lik azalış göstermesidir.

İşletmenin karlılık oranlarına bakıldığında, birleşme yılının yaşandığı 2008 sonu itibarıyla dönem zararının gerçekleşmesi sebebiyle bu oranlar negatif çıkmıştır. Bu zarar, özkaynaklar üzerinde 0,74'lük bir azalışa sebep olacaktır.

İşletmenin ele alınan yıllar itibarıyla da elde edilen dönem karlarında düzenli bir artış yaşanmamış bilakis birleşmenin gerçekleştiği yılda faaliyetler sonucunda dönem zararı gerçekleşmiştir. Bu zararın gerçekleşme sebebi olarak yaşanan ekonomik kriz gösterilebilir.

Özkaynaklar içindeki sermaye kaleminde de yıllar itibarıyla bir artırım söz konusu olmamıştır. Hissedarlar açısından öneme sahip olan ve hissedarların işletmeye getirdikleri sermaye oranına karşılık elde ettikleri kar oranını gösteren net karın sermayeye oranında da negatif bir oran karşımıza çıkmaktadır.

İşletmenin genel olarak ele alınan tüm oranlarında olumsuz bir durum görünse de birleşme daha yeni gerçekleşmiştir. Birleşmenin sonuçlarının olumlu ya da olumsuz olarak değerlendirilmesi için daha zamana ihtiyaç duyulmaktadır. Ayrıca 2008 yılı ikinci yarısıyla başlayan ekonomik kriz tüm işletmeleri etkilediği gibi AFM'yi de olumsuz yönde etkilemiştir.

3.3.2. Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Alarko Holding A.Ş. bünyesinde 1997 yılında kurulan Alarko Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1998 yılı itibarı ile yapılan anlaşma gereği hisselerinin yarısını Carrier HVARC' a devrederek faaliyetlerini sürdürmüştür.

Aşağıda işletmenin 1997- 2008 yılları arasındaki mali tablolarından elde edilen verilerle hesaplanan oranlar verilmektedir.

Tablo 22. Alarko Carrier Oranlar Tablosu

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
		BİRLEŞME SONRASI				
Likidite Oranları						
Cari Oran	2,16	2,95	2,39	2,18	1,99	2,44
Asit-Test Oranı	1,72	2,45	1,97	1,75	1,60	1,95
Nakit Oranı	0,24	0,51	0,41	0,17	0,60	0,62
Finansal Yapı Oranları						
Finansal Kaldıraç Oranı	0,47	0,36	0,40	0,44	0,43	0,35
Finansman Oranı	1,11	1,75	1,51	1,25	1,30	1,83
Özsermaye Oranı	0,53	0,64	0,60	0,56	0,57	0,65
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,38	0,28	0,33	0,34	0,39	0,31
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,09	0,08	0,07	0,10	0,05	0,04

Tablo 22. Alarko Carrier Oranlar Tablosu Devamı

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
		BİRLEŞME SONRASI				
Verimlilik Oranları						
Aktif Devir Hızı Oranı	1,37	1,56	1,41	1,44	1,31	1,29
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,62	2,45	2,35	2,60	2,32	2,00
Karlılık Oranları						
Net Kar / Özkaynaklar	0,38	0,45	0,37	0,24	0,23	0,25
Net Kar / Toplam Aktif	0,20	0,29	0,22	0,12	0,13	0,16
Büyüklik Değişmeleri						
Toplam Varlıklar (%)	90,60	70,63	70,63	39,96	57,69	36,16
Özkaynaklar (%)	87,52	106,82	61,37	29,17	60,35	55,86
Dönem Karı (TL)	2.497.492	6.122.700	7.956.929	6.847.506	10.233.271	17.615.209
Dönem Karı Değişimi (%)	71,02	145,15	29,96	—13,94	49,45	72,14
Sermaye (TL)	1.350.000	1.350.000	1.350.000	1.350.000	1.350.000	1.350.000
Net Kar / Sermaye	1,85	4,54	5,89	5,07	7,58	13,05

Tablo 22. Alarko Carrier Oranlar Tablosu Devamı

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Likidite Oranları</i>						
Cari Oran	2,91	3,52	3,13	3,30	3,09	3,97
Asit-Test Oranı	2,25	2,66	2,33	2,27	2,04	2,87
Nakit Oranı	0,64	0,67	0,35	0,37	0,45	0,62
<i>Finansal Yapı Oranları</i>						
Finansal Kaldıraç Oranı	0,25	0,23	0,26	0,25	0,27	0,23
Finansman Oranı	2,76	3,26	2,92	3,01	2,66	3,41
Özsermaye Oranı	0,74	0,77	0,74	0,75	0,73	0,77
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,22	0,19	0,22	0,22	0,24	0,20
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03

Tablo 22. Alarko Carrier Oranlar Tablosu Devamı

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Verimlilik Oranları						
Aktif Devir Hızı Oranı	1,04	1,09	1,07	1,87	1,06	1,05
Özkaynak Devir Hızı Oranı	1,42	1,42	1,44	1,45	1,45	1,36
Karlılık Oranları						
Net Kar / Özkaynaklar	0,07	0,06	0,13	0,12	0,10	0,11
Net Kar / Toplam Aktif	0,05	0,04	0,09	0,09	0,07	0,09
Büyükük Değişmeleri						
Toplam Varlıklar (%)	1,79	2,09	17,42	8,18	12,36	3,03
Özkaynaklar (%)	4,73	6,20	12,75	9,02	8,85	9,56
Dönem Karı (TL)	8.208.808	8.123.177	19.728.707	19.894.354	19.083.147	22.836.450
Dönem Karı Değişimi (%)	—53,39	—1,04	142,87	0,84	—4,08	19,67
Sermaye (TL)	10.800.000	10.800.000	10.800.000	10.800.000	10.800.000	10.800.000
Net Kar / Sermaye	0,76	0,75	1,83	1,84	1,77	2,11

Yukarıdaki tablolar incelediğinde, işletmenin likidite oranlarının birleşme öncesi ve sonrasında genel olarak sabit ve istenilen bir aralıkta seyrettiği görülmektedir. Yıllar itibarıyla cari oranlar 1,99 ile 3,97 aralığında, asit test oranları 1,60 ile 2,87 arasında, nakit oranları da 0,17 ile 0,7 arasında değerler göstermektedir. Makine teçhizat imalatı sektörü ortalamalarına baktığımızda¹²⁴ ise 2007 yılı itibarıyla likidite oranlarının; cari oranın 1,59, asit test oranının 0,95 ve nakit oranının da 0,27 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında işletmenin ele alınan dönemler içinde likidite sorunu yaşamadığı görülmektedir. Elde edilen oranlar sektör ortalamalarının da üstünde seyretmektedir. Ancak işletmenin nakit oranlarının kabul görülen 0,20'nin çok üzerinde gerçekleşmesi işletmede atıl fonların bulunduğunu işaret etmektedir. Bu durum işletmenin para kazanma gücünü azaltarak gelir düşüklüğüne sebep olabilir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde de; işletmenin faaliyetlerini finanse etmede de yeterli etkinliğe sahip olduğu açıkça görülmektedir. İşletmenin özsermaye oranı da artan bir eğilime sahiptir. Özsermaye yabancı kaynak oranları da bu durumu desteklemektedir. Özellikle işletme yönetimi, faaliyetlerinde uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı konusunda istekli görünmemektedir.

İşletmenin verimlilik oranları incelendiğinde, aktif devir hızının 1,04 ile 1,87 arasında, özsermaye devir hızı incelendiğinde 1,42 ile 2,62 arasında değişkenlik göstermektedir. Ayrıca tablolarda işletmenin toplam varlık ve özkaynak kalemlerinin sürekli olarak arttığı görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında, net satış gelirleri ile toplam varlık ve özsermaye kalemleri arasındaki oranlar da yıllar itibarıyla istenilen aralık değerlerinde gerçekleşmiştir.

Son olarak işletmenin dönem karları yıllar itibarıyla incelendiğinde de sürekli bir artış göze çarpmaktadır. Özellikle birleşme yılında gerçekleştirilen kar

¹²⁴ <http://www2.tcmb.gov.tr/sector/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

işletmenin ortakları açısından doğru bir ortaklık kurulduğunun ilk delilidir. Ayrıca 1.350.000 TL sermaye ile kurulan işletme 2003 yılında sermaye artırımına giderek sermaye miktarını 10.800.000 TL'ye çıkarmıştır. 2008 yılı itibarıyla yaşanan ekonomik kriz dahi işletmenin rasyolarında olumsuz bir etki yaratamamıştır. Alarko Carrier A.Ş. ülkemizde gerçekleştirilen birleşmeler adına gösterilecek başarılı bir işletme örneğidir.

3.3.3. Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş. ana hissedarı, 11.06.2001 tarihinde Lüksemburg merkezli Cementir Holding ile anlaşmaya vararak %56,1 oranında hisseyi devretmiştir. Cementir Holding, 2001 yılı sonuna kadar piyasada bulunan Çimentaş hisselerini de toplayarak hisse oranını %97,48'e yükseltmiştir.

Aşağıda, Çimentaş'ın 2000- 2008 yılları arasındaki mali tablolarından elde edilen verilerle hesaplanan oranlar verilmektedir

Tablo 23. Çimentaş Oranlar Tablosu

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI							
Likidite Oranları									
Cari Oran	1,06	0,84	2,30	2,80	3,47	2,38	0,88	0,95	0,77
Asit-Test Oranı	0,74	0,50	1,52	1,98	2,69	1,56	0,60	0,68	0,45
Nakit Oranı	0,08	0,08	0,65	1,04	1,38	0,33	0,15	0,25	0,07
Finansal Yapı Oranları									
Finansal Kaldıraç Oranı	0,46	0,52	0,23	0,18	0,17	0,49	0,46	0,39	0,50
Finansman Oranı	1,17	0,92	3,37	4,44	5,02	1,02	1,17	1,51	1,00
Özsermaye Oranı	0,54	0,48	0,77	0,82	0,83	0,50	0,53	0,60	0,50
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,34	0,45	0,19	0,09	0,09	0,06	0,15	0,17	0,22
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,12	0,07	0,04	0,09	0,08	0,43	0,31	0,22	0,28

Tablo 23. Çimentaş Oranlar Tablosu Devamı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI							
Verimlilik Oranları									
Aktif Devir Hızı Oranı	0,71	0,82	1,09	0,64	0,75	0,36	0,34	0,37	0,41
Özkaynak Devir Hızı Oranı	1,32	1,72	1,41	0,78	0,90	0,71	0,64	0,62	0,82
Karlılık Oranları									
Net Kar / Özkaynaklar	0,05	—0,05	0,11	0,05	0,06	0,09	0,06	0,14	—0,06
Net Kar / Toplam Aktif	0,03	—0,02	0,09	0,04	0,05	0,05	0,03	0,09	—0,03
Büyükölük Değişmeleri									
Toplam Varlıklar (%)	38,49	43,80	—3,56	—0,66	—1,70	129,01	66,19	7,68	—6,73
Özkaynaklar (%)	29,45	27,46	55,56	5,12	0,40	40,55	76,15	20,31	—23,19
Dönem Karı (TL)	1.545.927	(1.895.299)	7.444.458	10.445.000	14.559.000	31.998.000	34.707.000	104.489.000	(32.608.000)
Dönem Karı Değişimi (%)	10992,25	Zarar	492,80	40,31	39,39	121,23	8,49	201,09	Zarar
Sermaye (TL)	10.500.000	10.500.000	31.500.000	45.299.000	51.569.000	98.815.000	36.540.000	36.540.000	75.750.000
Net Kar/ Sermaye	0,15	—0,18	0,24	0,23	0,28	0,32	0,95	2,86	—0,43

Çimentoş işletmesinin yukarıda verilen tabloları incelendiğinde, işletme devrinin yaşandığı 2001 yılında likidite oranlarının arzu edilen düzeyden uzak olduğu görünmektedir. Dolayısıyla işletmenin, kısa vadeli yabancı kaynaklarını karşılamada sıkıntı çekebileceği öngörülebilir. Ancak devir işlemini takip eden yıllarla birlikte işletmenin likidite oranlarında gözle görülür bir iyileşme yaşanmıştır. Oranlar 2005 yılı sonuna kadar genel kabul edilen limitler düzeyinde seyretmiştir. Ancak 2006 yılı sonu itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerdeki artış işletmenin likidite oranlarını olumsuz şekilde etkilemiştir. Takip eden yıllarda da likidite oranlarında istenilen istikrar yakalanamamıştır. 2007 yılı çimento imalatı sektörü oranlarına bakıldığında cari oran 3,61 seviyesinde, asit test oranı 1,53 ve nakit oranı 0,81 seviyesinde görülmektedir.¹²⁵ İşletmede 2007 sonu itibarıyla sırayla 0,95, 0,68 ve 0,25 olarak gerçekleşmiştir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde, işletme faaliyetlerinin finansmanında dış kaynaktan daha çok özkaynaklara başvurulduğu görülebilmektedir. Tabloda verilen yıllar itibarıyla yabancı kaynakların aktif toplamına oranı en fazla 2001 yılında 0,52 seviyesine kadar yükselmiştir. Diğer yıllarda oranlar bu değerin altında kalmıştır. Ayrıca işletmede birleşmeyi takip eden yıllarda finansman oranlarında normalüstü oranlar gözlemlenmektedir. İşletme bu dönemde dış kaynağa neredeyse hiç yönelmemiştir. Ancak 2006 yılıyla birlikte bu oranlar 1/1 civarında gerçekleşmiştir.

İşletmenin yıllar itibarıyla görülen faaliyet oranları 2005 yılı sonuna kadar sektör ortalaması olan 0,80¹²⁶ çevresinde değişiklik göstermektedir. Ancak daha sonraki yıllarda bu oran 0,30- 0,40 aralığında seyretmiştir. Bu bağlamda işletme varlıklarının verimli bir şekilde kullanılmadığı söylenebilir. İşletmenin net satış gelirinin özkaynaklara oranı ise verilen yıllarda 0,62- 1,72 aralığında değişiklik göstermiştir.

Diğer taraftan işletmenin özkaynaklarında 2008 yılına kadar sürekli bir artış yaşanmasına rağmen toplam varlıklarda bu durum dalgalı bir şekilde

¹²⁵ <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

¹²⁶ <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

gerçekleşmiştir. Bununla birlikte işletme birleşme yılı (2001) ve kriz nedeniyle 2008 yılı dışında faaliyetlerinden sürekli olarak artış gösteren karlar elde etmiştir.

Birleşmeyi takip eden 2002 yılında işletme sermaye artırımına giderek sermayesini 10.500.000 TL'den 31.500.000 TL'ye yükseltmiştir. 2008 yılı itibarıyla sermayesi 75.750.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak Çimentoş firmasının Cementir Holding'e devri genel anlamda olumlu bir birleşme olarak değerlendirilebilir. Birleşmeyi takip eden yıllarda işletme oranlarında açık bir iyileşme görülmektedir.

3.3.4. Deva Holding A.Ş. Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

1958 yılından bu yana beşeri ilaç sektöründe faaliyetlerini sürdüren holding, 12.07.2006 tarihli yönetim kurulu kararıyla hisselerin %52,60'nı Eastpharma Sarl şirketine devretmiştir. Hisse devri 27.11.2006 yılında tamamlanmıştır.

Deva Holding A.Ş.'nin 2005- 2008 yılları arasındaki mali performansını gösteren oranlar aşağıda tabloda verilmektedir.

Tablo 24. Deva Holding Oranlar Tablosu

	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI		
Likidite Oranları				
Cari Oran	1,52	2,41	2,41	1,23
Asit-Test Oranı	1,19	1,87	1,73	0,81
Nakit Oranı	0,05	0,22	0,15	0,03
Finansal Yapı Oranları				
Finansal Kaldıraç Oranı	0,58	0,35	0,30	0,48
Finansman Oranı	0,72	1,87	2,28	1,09
Özsermaye Oranı	0,42	0,65	0,70	0,52
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,42	0,24	0,26	0,42
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,16	0,10	0,04	0,06
Verimlilik Oranları				
Aktif Devir Hızı Oranı	0,84	0,63	0,69	0,44
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,01	0,96	1,00	0,85
Karlılık Oranları				
Net Kar / Özkaynaklar	0,13	—0,24	0,34	—0,36
Net Kar / Toplam Aktif	0,05	—0,16	0,24	—0,19
Büyükük Değişmeleri				
Toplam Varlıklar (%)	15,40	6,48	36,58	27,13
Özkaynaklar (%)	10,46	65,46	51,04	—4,61
Dönem Karı (TL)	14.463.629	(45.895.4.99)	90.605.443	(91.411.043)
Dönem Karı Değişimi (%)	—22,98	Zarar	188,35	Zarar
Sermaye (TL)	48.000.000	48.000.000	48.000.000	48.000.000
Net Kar / Sermaye	0,30	—0,96	1,89	—1,90

Deva Holding A.Ş.'nin oranlar tablosu incelendiğinde ilk olarak ele alınan likidite oranlarının, birleşme öncesi yıla göre daha iyi bir duruma geldiği görülmektedir. 2008 yılsonu itibarıyla belirgin bir düşüş yaşansa da özellikle nakit oranındaki belirgin artış işletmenin, birleşme ile birlikte kısa vadeli borçlarını ödemede daha etkin bir hale geldiğini göstermektedir. Eczacılık sektörü likidite oranlarına bakıldığında ise (2007), cari oranın 2,45, likidite oranının 1,68 ve nakit oranın 0,73 olduğu görülmektedir.¹²⁷

Mali yapı oranları tablodan incelendiğinde ise holdingin kaynak yapısının ve borç ödeme gücünün yeterli olduğu söylenebilir. İşletme, faaliyetlerinin finansmanında genelde özkaynak kullanımına gitmekle birlikte kısa vadeli yabancı kaynaklardan da yararlanmaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı yıllar itibarıyla sınırlı tutulmuştur. Ayrıca işletmede yabancı kaynaklarla özkaynaklar arasındaki oranların da istenilen düzeyde seyrettiği söylenebilir. Buna karşılık finansal kaldıraç oranlarının yeterliliği işletmenin karlılığında yıllar itibarıyla olumlu bir sonuç yaratmıştır demek doğru bir yargı olmayacaktır ki bu durum karlılık oranlarında görünmektedir.

2007 yılı verimlilik oranlarına baktığımızda, aktif devir hızı oranının 0,69, özkaynak devir hızı oranının 1,00 olduğunu görmekteyiz. Sektör ortalamalarında ise bu oranlar sırayla 0,90 ve 1,60 olarak karşımıza çıkmaktadır.¹²⁸ Burada holdingin faaliyetlerinde kullandığı varlıkları yeterince etkin kullanmadığı söylenebilir.

Holdingin karlılık oranlarında da istenilen düzeyler yakalanamamıştır. Dönem karının düzenli olarak artmadığı aksine bir yıl kar edilirken takip eden yılda zarar edildiği tabloda görülmektedir. Dolayısıyla bu durum holding karlılığının düzensiz olmasına neden olmaktadır.

¹²⁷ <http://www2.tcmb.gov.tr/sector/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

¹²⁸ <http://www2.tcmb.gov.tr/sector/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Bununla beraber Deva Holding'in sermaye kaleminde birleşme öncesi ve sonrası dönemlerde bir artırım söz konusu olmamıştır. İşletmenin 2008 yılı itibarıyla sermayesi 48.000.000 TL'dir.

Sonuç olarak Deva Holding A.Ş.'nin verimlilik ve karlılık oranlarında istenilen düzeyler yakalanamasa da işletmenin likidite ve finansal yapı oranları makul seviyelerde gerçekleşmiştir. Ancak birleşmenin holding açısından tam olarak doğru etkiyi yarattığını söylemek yanlış olacaktır.

3.3.5. Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Eczacıbaşı İlaç Sanayi A.Ş. 1951 yılında faaliyetlerine başlamıştır. 02.03.2007 tarihli yönetim kurulu kararıyla bağlı ortaklıkları Eczacıbaşı Özgün Kimyasal Ürünler ile Eczacıbaşı Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. hisselerinin %75'lik kısmını Zentiva N.V. şirketine devretmiştir.

Aşağıdaki tabloda Eczacıbaşı İlaç Sanayi A.Ş.'nin 2006- 2008 yılları itibarıyla mali performans oranları incelendiğinde, ilk olarak ele alınan likidite oranlarının birleşmenin yaşandığı dönem sonunda önemli oranda arttığı görülmektedir. Özellikle birleşme ve sonrası dönemde işletmenin asit test ve nakit oranlarının oldukça yüksek olması işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılamada sıkıntı yaşamadığını göstermektedir. Bu oranların ilk bakışta normal değerlerin üzerinde olması işletmede atıl fon olabileceği durumunu akıllara getirirse de özellikle 2008 krizinin yaşanması işletmeyi likit kalmaya itmiş olabilir. Eczacılık ve ilaç imalatı sektörü 2007 likidite oranlarına bakıldığında cari oranın 2,45, likidite oranının 1,68 ve nakit oranın 0,73 olduğu görülmektedir.¹²⁹ Böyle bir karşılaştırmaya gidildiğinde işletmenin sektör ortalamalarını yakaladığı görülmektedir.

¹²⁹ <http://www2.tcmb.gov.tr/seyer/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 25. Eczacıbaşı Oranlar Tablosu

	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI	
<i>Likidite Oranları</i>			
Cari Oran	1,58	2,71	3,05
Asit-Test Oranı	1,26	2,47	2,66
Nakit Oranı	0,14	0,57	1,53
<i>Finansal Yapı Oranları</i>			
Finansal Kaldıraç Oranı	0,29	0,20	0,14
Finansman Oranı	2,38	4,05	5,92
Özsermaye Oranı	0,70	0,79	0,86
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,20	0,16	0,11
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,09	0,04	0,03
<i>Verimlilik Oranları</i>			
Aktif Devir Hızı Oranı	0,57	0,43	0,40
Özkaynak Devir Hızı Oranı	0,82	0,54	0,47
<i>Karlılık Oranları</i>			
Net Kar / Özkaynaklar	0,02	0,06	0,04
Net Kar / Toplam Aktif	0,01	0,04	0,04
<i>Büyükük Değişmeleri</i>			
Toplam Varlıklar (%)	32,61	20,95	—3,01
Özkaynaklar (%)	29,05	38,14	3,25
Dönem Karı (TL)	23.798.665	93.761.026	71.916.602
Dönem Karı Değişimi (%)	—35,26	293,98	—23,30
Sermaye (TL)	182.736.000	182.736.000	548.208.000
Net Kar / Sermaye	0,13	0,51	0,13

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde ise, işletme faaliyetlerinin finansmanında özkaynaklara yönelimin fazla olduğu görülmektedir. Dış kaynak kullanımı ele alınan dönemler içinde nispi bir azalış göstermektedir. Bu oransal azalış ayrıca işletmenin finansman oranlarının da yıllar itibarıyla yükselmesine sebep olmaktadır. Ayrıca işletmenin özsermaye oranları ele alındığında normal kabul edilen 0,50'nin de üzerinde oranlarla karşılaşmıştır. Burada işletmenin daha düşük maliyetli dış kaynaklara yönelmekten ziyade özkaynaklarına başvurması, karlılığını olumsuz etkileyebilir.

İşletmenin birleşme dönemi verimlilik oranlarına bakıldığında aktif devir hızının 0,43, özkaynak devir hızının 0,54 olduğu görülmektedir. Sektör ortalamalarına bakıldığında ise (2007) sırayla oranların 0,90 ve 1,60 olduğu görülmektedir.¹³⁰ İşletmenin özkaynak devir hızının sektör ortalamasının altında kalmasının nedeni olarak satışlardaki düşüşten çok işletmenin özkaynak kaleminin çok yüksek olduğu söylenebilir.

İşletmenin tabloda verilen karlılık oranları incelendiğinde, sektör ortalamalarının işletme oranlarından daha büyük olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda işletme emrine verilmiş öz ve yabancı kaynakların verimli kullanılmadığı yorumu çıkarılabilir. İşletme hissedarları açısından daha az getiri anlamına gelen bu durum olumsuz olarak karşılanabilir.

Diğer taraftan işletme birleşme dönemini takip eden 2008 yılı içinde sermaye artırımına giderek sermayesini 182.736.000 TL'den 548.208.000 TL'ye çıkarmıştır. Hissedarlar açısından öneme sahip bu oran özellikle 2007 yılında 0,51 gibi yüksek bir seviyeye çıkmıştır.

Sonuç olarak Eczacıbaşı İlaç Sanayi A.Ş. faaliyet ve karlılık oranlarında sektör ortalamalarının altında kalmış olsa da genel olarak işletmenin mali yapısı sağlam görünmektedir. 2008 ekonomik krizi de işletmenin oranlarında belirgin bir değişikliğe neden olmamıştır. Birleşme başarılı olarak algılanabilir fakat

¹³⁰ <http://www2.tcmb.gov.tr/seyer/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

birleşmenin yakın zamanda gerçekleşmiş olması sonuçlarının sağlıklı değerlendirilmesinde engel teşkil etmektedir.

3.3.6. İzocam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

1965 yılında faaliyetlerine başlayan İzocam A.Ş., ana hissedarlar Temel Ticaret ve Yatırım A.Ş. ile Koç Ailesi üyeleri, işletmede bulunan toplam % 61,2 oranındaki hisselerini St. Gobain Isover (Fransa) ve Alamana (Kuveyt) Industries ortaklığına 5 Eylül 2006 tarihinde satmışlardır.

Aşağıda verilen tablodan yararlanarak İzocam A.Ş.'nin likidite oranları incelendiğinde gerçekleşen oranların birleşmeyle beraber belirgin bir artış içine girdiği görülmektedir. Cam ve cam ürünleri imalatı sektör oranlarına baktığımızda 2007 yılı için cari oranın 1,82, asit test oranının 1,15 ve nakit oranının 0,26 olarak gerçekleştiği görülmektedir.¹³¹ İşletmenin aynı yıl elde edilen oranları incelendiğinde sırayla oranlar 4,99, 4,11 ve 1,44 olarak sektör ortalamalarının çok üstünde seyretmektedir. Özellikle birleşme dönemiyle beraber nakit oranında önemli bir artış yaşanmıştır. İşletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarını finanse etmede güçlük çekmediği söylenebilir. Ancak likidite oranlarının yüksek olması işletmenin her zaman kısa vadeli borçlarını ödeyebileceği anlamına gelmemektedir. İşletmenin dönen varlık unsurlarının kısa zamanda paraya dönüştürülebilmesi borç ödemede önemli bir faktördür.

İşletmenin birleşme öncesi ve sonrası mali yapı oranları ile sektör ortalamaları karşılaştırıldığında yine aynı şekilde işletme oranlarının sektör oranlarından daha iyi olduğu görülmektedir. Örneğin; 2007 yılı itibarıyla finansal kaldıraç 0,34, finansman 1,91 ve özsermaye oranı 0,65 olarak gerçekleşmişken bu oranlar işletmede sırayla 0,16, 5,17 ve 0,84 olarak gerçekleşmiştir.¹³² Finansman oranlarından da görüldüğü üzere, işletme faaliyetlerini finanse etmekte dış kaynak kullanımına yönelmeyi tercih etmemektedir.

¹³¹ <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

¹³² <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 26. İzocam Oranlar Tablosu

	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI		
Likidite Oranları				
Cari Oran	2,58	4,60	4,99	4,89
Asit-Test Oranı	2,08	3,85	4,11	3,98
Nakit Oranı	0,49	1,81	1,44	1,30
Finansal Yapı Oranları				
Finansal Kaldıraç Oranı	0,26	0,25	0,16	0,16
Finansman Oranı	2,79	3,04	5,45	5,17
Özsermaye Oranı	0,74	0,75	0,84	0,84
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,19	0,15	0,12	0,13
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,08	0,10	0,03	0,04
Verimlilik Oranları				
Aktif Devir Hızı Oranı	1,10	1,09	1,29	1,36
Özkaynak Devir Hızı Oranı	1,50	1,45	1,53	1,62
Karlılık Oranları				
Net Kar / Özkaynaklar	0,16	0,38	0,31	0,29
Net Kar / Toplam Aktif	0,12	0,29	0,26	0,24
Büyükük Değişmeleri				
Toplam Varlıklar (%)	19,51	21,08	—3,92	—6,91
Özkaynaklar (%)	27,81	23,79	4,21	—7,68
Dönem Karı (TL)	20.282.500	60.986.703	51.691.160	44.265.666
Dönem Karı Değişimi (%)	64,42	200,69	—15,24	—14,37
Sermaye (TL)	24.534.143	24.534.143	24.534.143	24.534.143
Net Kar / Sermaye	0,83	2,49	2,11	1,80

İşletmenin verimlilik oranlarına bakıldığında 2007 itibarıyla aktif devir hızının 1,29, özkaynak devir hızının 1,53 olarak gerçekleştiği buna karşın sektör ortalamalarının sırayla 0,89 ve 1,36 da kaldığı görülmektedir.¹³³ Bu bakımdan işletmenin varlıklarını verimli kullandığı söylenebilir.

Tabloda hesaplanan karlılık oranları değerlendirildiğinde ise, işletme karlılık oranlarının birleşmeyle beraber önemli düzeyde arttığı görülmektedir. Ayrıca bu artışın devam eden yıllarda da düşmediği görülebilmektedir. İşletme faaliyetlerinde varlıkların ve özsermayenin verimli kullanıldığı söylenebilir.

İşletmede dönem net karın sermayeye oranı da hissedarları yakından ilgilendiren bir orandır. Bu oranla kullanılan özkaynak ve yabancı kaynaklarla elde edilen karın yeterliliği ölçülmektedir. İşletmede birleşmeyle beraber bu oranda belli bir yükseliş görünmektedir ki bu hissedarlarca arzulanan bir durumdur.

Genel bir değerlendirmeye İzocam A.Ş.'nin el değiştirmesi finansal oranlara olumlu bir şekilde yansımıştır. Mali yapısı birleşmeden öncede sağlam görünen işletme birleşmeyle beraber daha sağlam bir duruma gelmiştir. Sonuç olarak birleşme olumlu olarak algılanabilir.

3.3.7. Kent Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

1956 yılında Tahincioğlu Ailesi tarafından kurulmuş olan şirket Tahincioğlu Holding bünyesinde faaliyetlerini sürdürürken, 30.04.2002 tarihinde yapılan bir anlaşmayla işletme hisselerinin %51'i Cadbury Schweppes Overseas Limited'e satılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Kent Gıda Sanayi A.Ş.'nin 2001- 2008 yılları itibarıyla mali performans oranları görülmektedir.

¹³³ <http://www2.tcmb.gov.tr/sektor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 27. Kent Gıda Oranlar Tablosu

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI						
Likidite Oranları								
Cari Oran	0,80	0,89	1,40	1,60	1,91	1,62	1,54	1,20
Asit-Test Oranı	0,70	0,70	0,75	1,11	1,40	1,05	0,96	0,91
Nakit Oranı	0,01	0,18	0,19	0,19	0,29	0,02	0,01	0,04
Finansal Yapı Oranları								
Finansal Kaldıraç Oranı	0,94	0,78	0,31	0,33	0,30	0,35	0,40	0,52
Finansman Oranı	0,06	0,28	2,21	2,04	2,29	1,89	1,50	0,93
Özsermaye Oranı	0,06	0,22	0,69	0,67	0,70	0,65	0,60	0,48
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,83	0,71	0,26	0,26	0,25	0,31	0,37	0,49
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,11	0,07	0,05	0,07	0,05	0,04	0,03	0,03

Tablo 27. Kent Gıda Oranlar Tablosu Devamı

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI						
Verimlilik Oranları								
Aktif Devir Hızı Oranı	1,21	1,16	0,94	0,92	1,02	1,23	1,21	1,10
Özkaynak Devir Hızı Oranı	21,70	5,29	1,36	1,38	1,46	1,88	2,02	2,29
Karlılık Oranları								
Net Kar / Özkaynaklar	—3,63	0,39	0,17	0,03	0,07	0,05	0,08	0,10
Net Kar / Toplam Aktif	—0,20	0,09	0,12	0,02	0,05	0,03	0,05	0,05
Büyüklik Değişmeleri								
Toplam Varlıklar (%)	39,96	26,23	—11,39	6,16	2,94	8,42	17,24	37,18
Özkaynaklar (%)	—71,87	398,31	20,91	3,41	6,72	1,84	7,53	9,03
Dönem Karı (TL)	(17.224.552)	9.162.432	25.334.454	5.695.395	12.820.470	9.783.169	15.917.821	21.158.163
Dönem Karı Değişimi (%)	Zarar	153,19	176,50	—77,52	125,10	—23,69	62,71	32,92
Sermaye (TL)	17.280.000	17.280.000	47.072.786	53.587.770	24.509.143	24.509.143	24.509.143	24.509.143
Net Kar / Sermaye	—1,00	0,53	0,54	0,11	0,52	0,40	0,65	0,86

Yukarıda verilen tablolar incelendiğinde Kent Gıda A.Ş.'nin likidite oranlarında birleşmenin gerçekleştiği 2002 yılını takip eden dönemlerde iyileşmeler görülmektedir. Ancak gerçekleşen bu iyileşmeler özellikle cari oranlarda yetersiz seviyede kalmış olup ayrıca nakit oranlarında 2006 yılıyla birlikte bir bozulma karşımıza çıkmaktadır. İşletmede sadece asit test oranları istenilen seviyelerde seyretmektedir. Bu açıklamalar ışığında işletmenin net çalışma sermayesinin istenilen düzeyde olmadığı söylenebilir. Ayrıca nakit oranlarının 2006 yılından itibaren 0,20'den oldukça düşük çıkması işletmenin acil ödemekle yükümlü olduğu borçlarının ödemesinde sıkıntı çekebileceğini göstermektedir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde ise özellikle birleşmeden önce işletmen finansal kaldıraç oranının yüksekliği dikkati çekmektedir. Ayrıca yabancı kaynakların neredeyse tamamı kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Özkaynaklar varlıkların finansmanında neredeyse hiç kullanılmamaktadır. Birleşme ile beraber işletmenin mali yapı oranlarında düzelme görülmeye başlanmış kullanılan yabancı kaynakların (özellikle kısa vadeli) toplam kaynaklara oranı 2003 yılı ile birlikte kabul gören seviyelere gerilemiştir. Bunu takiben varlık finansmanında özkaynak kullanımında artış gözlenmiştir.

Gıda ürünleri imalatı sektörünün 2007 yılı verimlilik ortalamalarına bakıldığında aktif devir hızı oranının 1,30 ve özkaynak devir hızı oranında 2,30 olarak gerçekleştiği görülmektedir.¹³⁴ İşletmenin aynı yılda gerçekleşen oranları sırayla 1,21 ve 2,02 olarak gerçekleşmiştir. Buradan bir karşılaştırmaya gidilecek olursa işletme faaliyet oranlarının sektör ortalamalarıyla yakınlık gösterdiği söylenebilir. Bununla birlikte birleşmeden önce gerçekleşen normalüstü özsermaye oranının sebebi net satış gelirlerinin yüksekliği değil özkaynak kaleminin çok düşük olmasıdır. Takip eden yıllarda da oran normal seviyelere inmiştir.

¹³⁴ <http://www2.tcmb.gov.tr/sektor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

İşletmenin tablolarda verilen karlılık oranlarında da birleşmeyle beraber önemli bir artış yaşanmıştır. Ancak 2005 yılı ve sonrasında her iki oranda dalgalı bir seyir görülmektedir. Bunda işletmenin birleşmeyle beraber sürekli kar ilan etmesinin de etkisi bulunmaktadır.

Sonuç olarak Tahincioğlu Holding tarafından alınan bu satış kararı, Kent Gıda A.Ş. için olumlu bir sonuca dönüşmüştür. Birleşme, işletmenin finansal yapı, faaliyet ve karlılık oranlarına olumlu olarak yansımıştır. Birleşmenin başarılı sonuç verdiği söylenebilir.

3.3.8. Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin Satılma Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

17 Şubat 2004 tarihinden itibaren Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş. olarak anılan işletme 1992 yılında İzmir'de kurulmuştur. İşletmenin toplam sermayesinin %81,51'ine isabet eden hisseler 11.11.2003 itibarıyla İngiliz şirketi Tesco PLC' ye devredilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Tesco Kipa A.Ş.'nin 2002- 2008 yılları itibarıyla mali performans oranları gösterilmektedir.

Tablo 28. Kipa Oranlar Tablosu

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI					
<i>Likidite Oranları</i>							
Cari Oran	1,32	1,49	1,51	0,63	0,37	0,59	1,39
Asit-Test Oranı	1,09	1,17	1,10	0,31	0,17	0,43	0,77
Nakit Oranı	0,93	1,10	1,00	0,20	0,33	0,27	0,13
<i>Finansal Yapı Oranları</i>							
Finansal Kaldıraç Oranı	0,44	0,36	0,35	0,44	0,79	0,57	0,66
Finansman Oranı	1,28	1,86	1,87	1,28	0,27	0,76	0,53
Özsermaye Oranı	0,56	0,65	0,65	0,56	0,21	0,43	0,34
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,42	0,32	0,32	0,37	0,59	0,56	0,17
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,02	0,03	0,03	0,07	0,20	0,01	0,49

Tablo 28. Kipa Oranlar Tablosu Devamı

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI					
Verimlilik Oranları							
Aktif Devir Hızı Oranı	2,14	1,91	2,05	1,42	1,11	0,88	0,97
Özkaynak Devir Hızı Oranı	3,81	2,93	3,15	2,53	5,16	2,03	2,82
Karlılık Oranları							
Net Kar / Özkaynaklar	0,15	0,01	0,03	0,06	—0,26	—0,13	—0,13
Net Kar / Toplam Aktif	0,08	0,01	0,02	0,03	—0,06	—0,06	—0,04
Büyükük Değişmeleri							
Toplam Varlıklar (%)	62,53	—1,93	2,36	35,76	101,07	98,35	10,87
Özkaynaklar (%)	68,20	—1,85	2,51	5,57	—20,72	298,64	—11,35
Dönem Karı (TL)	10.006.655	819.439	3.699.932	10.557.615	(37.313.250)	(73.970.518)	(64.588.348)
Dönem Karı (%)	36,90	—91,81	351,52	185,35	Zarar	Zarar	Zarar
Sermaye (TL)	11.810.664	11.810.664	11.810.664	11.810.664	11.810.664	111.810.664	111.810.664
Net Kar / Sermaye	0,85	0,07	0,31	0,89	—3,16	—0,66	—0,58

Yukarıda verilen tablolar incelendiğinde Tesco Kipa A.Ş.'nin likidite oranlarının birleşmenin yaşandığı 2003 yılı itibarıyla fazla bir değişkenlik göstermeden aynı seviyelerde kaldığı söylenebilir. Hatta 2005 yılı ile birlikte işletmenin cari ve asit test oranlarında gözle görülür bir düşüşün yaşandığı ve bu düşüşün 2008 yılına kadar devam ettiği söylenebilir. Bunun dışında işletmenin birleşme öncesi ve sonrası nakit oranları yıllara göre değişkenlik gösterse de kabul gören 0,20 oranının üzerinde seyretmiştir. Bu bakımdan işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemede istenilen kaynaklara sahip olduğu söylenebilir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde, birleşme öncesi ve sonrası dönemlerde gerçekleşen oranlarda ciddi bir değişmeye rastlanmamaktadır. Ele alınan dönemlere bakıldığında işletmenin faaliyetlerini finanse etmede kullandığı kaynaklar arasında özkaynaklar ve kısa vadeli yabancı kaynaklara neredeyse yakın oranlarda başvurulmaktadır. İşletme yönetimi uzun vadeli yabancı kaynak kullanımına fazla yönelmemiştir.

2007 yılı perakendecilik sektörü ortalamaları (aktif devir hızı oranı: 1,90, özkaynak devir hızı: 4,60)¹³⁵ ile işletmenin aynı yıl faaliyet oranları sırayla 0,88 ve 2,03 karşılaştırıldığında, işletmenin bu karşılaştırmada sektör ortalamalarını yakalayamadığı görülmektedir. Bu bakımdan işletmenin faaliyetlerinde varlıkları yeterince etkili bir biçimde kullanmadığı söylenebilir.

İşletmenin karlılık oranları incelendiğinde, birleşme ile beraber oranlarında ciddi bir azalma yaşandığı görülmektedir. Ayrıca son üç yıla bakıldığında işletmenin sürekli olarak zarar açıkladığı görülmektedir. Buda karlılığı olumsuz yönde etkilemektedir.

Bunların dışında işletme birleşme yılı dahil olmak üzere 2007 yılına kadar bir sermaye artırımına gitmemiştir. Bu yılda yapılan artırımla işletme sermayesi 11.810.864 TL'den 111.810.684 TL'ye yükseltilmiştir.

¹³⁵ <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Sonuç olarak birleşmeyi takip eden ilk iki yılda elde edilen olumlu oranlar devam eden son üç dönemde gittikçe kötüleşmiştir. İşletmenin finansal yapı oranları kabul edilir düzeyde olsa da sürekli açıklanan zararlar ve karlılık oranlarının negatif çıkması, gerçekleştirilen satın almanın istenilen sonuçları vermediği söylenebilir.

3.3.9. Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 7 Şubat 1991 tarihinde kurulmuştur. 31 Aralık 2004 tarihi itibarıyla işletme hisselerinin %50,10'una sahip olan Merko Gıda A.Ş. hisselerini 7 Nisan 2005'te Dinter Gmbh şirketine satmıştır.

Aşağıda verilen Konfrut Gıda A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarında birleşme öncesi ve sonrası dönemlerde önemli ölçüde bir değişim olmadığı görülmektedir. Hatta işletmede birleşme yılında oranlarda belli bir düşüşün olduğu söylenebilir. 2007 yılı sektör (sebze meyve işleme sektörü) ortalamalarına bakıldığında cari oranın 1,25, likidite oranının 0,51 ve nakit oranının 0,09 olarak gerçekleştiği görülmektedir.¹³⁶ Aynı yıl işletmenin oranları sırayla 1,24, 0,28 ve 0,05 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere işletmenin oranları sektör oranlarını cari oran dışında yakalayamamıştır. Asit test ve nakit oranının düşüklüğü işletmede kısa vadeli borçların ödenmesinde sıkıntı yaşanabileceğini göstermektedir.

Konfrut Gıda'nın finansal yapı oranları incelendiğinde yine birleşme dönemiyle beraber faaliyetleri finanse etmede kullanılan kaynakların dağılımında olumlu bir değişim görülmemektedir. Özkaynakların yabancı kaynak toplamına oranında ve özkaynakların toplam varlıklara olan oranlarında düşüşler gözlenmektedir. İşletmenin birleşme ile beraber kısa vadeli dış kaynaklara yöneldiği söylenebilir.

¹³⁶ <http://www2.tcmb.gov.tr/sektor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 29. Konfrut Gıda Oranlar Tablosu

	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI			
Likidite Oranları					
Cari Oran	1,09	0,93	0,99	1,24	1,14
Asit-Test Oranı	0,27	0,13	0,10	0,28	0,19
Nakit Oranı	0,02	0,01	0,01	0,05	0,01
Finansal Yapı Oranları					
Finansal Kaldıraç Oranı	0,50	0,68	0,70	0,64	0,70
Finansman Oranı	1,00	0,48	0,43	0,57	0,43
Özsermaye Oranı	0,50	0,32	0,30	0,36	0,30
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,37	0,67	0,69	0,63	0,69
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,13	0,01	0,01	0,01	0,01
Verimlilik Oranları					
Aktif Devir Hızı Oranı	1,23	0,71	0,89	0,84	0,71
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,45	2,21	2,97	2,30	2,36
Karlılık Oranları					
Net Kar / Özkaynaklar	—0,23	—0,19	0,20	0,25	—0,15
Net Kar / Toplam Aktif	—0,12	—0,06	0,06	0,09	—0,04
Büyükük Değişmeleri					
Toplam Varlıklar (%)	—26,52	29,48	34,68	27,14	5,16
Özkaynaklar (%)	—18,86	—15,75	24,57	54,78	—12,90
Dönem Karı (TL)	(2.610.709)	(1.725.248)	2.267.139	4.466.180	(2.294.753)
Dönem Karı Değişimi (%)	Zarar	Zarar	231,41	97,00	Zarar
Sermaye (TL)	4.800.000	4.800.000	4.800.000	6.600.000	6.600.000
Net Kar / Sermaye	—0,54	—0,36	0,47	0,68	—0,35

Yine birleşme yılı verimlilik oranlarına bakıldığında bir önceki döneme göre azalışın yaşandığı görülmektedir. Bununla beraber işletmenin yıllar düzenli olarak kar açıklayamaması işletmenin karlılık oranlarını da olumsuz etkilemektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, gerçekleştirilen bu satış işleminin Dinter Gmbh açısından beklenen sonuçları açık bir şekilde vermediği söylenebilir. İşletmenin satış sonrası hesaplanan oranları satış öncesi oranlarından daha iyi olmasa da satışı takip eden ilk iki yılda işletme karında önemli artışlar yaşanmıştır. Ancak yaşanan 2008 krizi bu olumlu sayılabilecek dönemi sona erdirmiştir.

3.3.10. Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Dondurulmuş meyve ve sebze sektöründe faaliyet gösteren Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 6 Eylül 2005 tarihinde yönetim kurulu kararıyla sermaye artırımına giderek hisse senedi çıkarmıştır. Sermayenin %24,90'nı oluşturun bu senetler Yunanistan menşeli Aetna S.A. şirketine 29.03.2006 tarihinde satılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 2005- 2008 yılları itibarıyla mali performans oranları görülmektedir.

Tablo 30. Merko Gıda Oranlar Tablosu

	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI		
Likidite Oranları				
Cari Oran	1,87	2,00	0,59	1,17
Asit-Test Oranı	0,84	0,81	0,24	0,36
Nakit Oranı	0,03	0,09	0,02	0,16
Finansal Yapı Oranları				
Finansal Kaldıraç Oranı	0,78	0,79	0,80	0,97
Finansman Oranı	0,28	0,27	0,24	0,03
Özsermaye Oranı	0,22	0,21	0,20	0,03
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,23	0,25	0,72	0,52
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,55	0,54	0,08	0,46
Verimlilik Oranları				
Aktif Devir Hızı Oranı	0,46	0,75	1,18	0,95
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,10	3,55	6,01	37,34
Karlılık Oranları				
Net Kar / Özkaynaklar	—1,55	—0,55	—0,31	—4,78
Net Kar / Toplam Aktif	—0,34	—0,10	—0,06	—0,12
Büyüklik Değişmeleri				
Toplam Varlıklar (%)	—28,79	2,52	—18,25	34,17
Özkaynaklar (%)	—3,20	—2,46	—23,55	—82,86
Dönem Karı (TL)	(25.006.051)	(7.183.234)	(3.701.988)	(9.938.054)
Dönem Karı Değişimi (%)	Zarar	Zarar	Zarar	Zarar
Sermaye (TL)	20.377.128	27.150.000	27.150.000	27.150.000
Net Kar / Sermaye	—1,23	—0,26	—0,14	—0,37

Merko Gıda A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarının, birleşme öncesi ve birleşme döneminde çok büyük değişimler göstermediği söylenebilir. Oranlar istenilen düzeylerde görülmektedir. Sadece birleşme ile birlikte nakit oranında bir normalleşme gözlenmektedir. Ancak birleşmeyi takip eden dönemlerde oranlarda ciddi düşüşler yaşanmıştır. Özellikle uzun vadeli finansal borçların vadelerinin daralmasıyla kısa vadeli hale dönüşmeleri işletmenin kısa vadeli yabancı kaynak kaleminde önemli bir yükselişe sebep olmuştur. Buda oranları 2007 itibarıyla oldukça aşağı çekmiştir. Takip eden yılda da aynı durum gözlenmektedir. İşletme kısa vadeli borçlarını finanse etmekte zorlanmaktadır.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde birleşme dönemi dahil toplam yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı istenilen 1/2 oranının üzerinde seyretmektedir. İşletme kaynak kullanımında görüldüğü üzere dış kaynaklara (özellikle uzun vadeli) yönelmektedir. Bunun temel nedeni de işletmede verilen yıllar itibarıyla özsermaye sıkıntısının yaşanması gösterilebilir. Özellikle, 2008 yılında işletme özsermayesi, toplam kaynakların sadece % 3'ünü oluşturabilmektedir.

İşletmenin verimlilik oranları incelendiğinde ise birleşme ile birlikte oranlarda bir düzelmenin gerçekleştiği görülmekle beraber, aslında özellikle özkaynak devir hızı oranlarındaki anormal yükselişin kaynağı olarak özkaynak kaleminin sürekli azalması gösterilebilir.

Bununla birlikte işletme verilen dönemler itibarıyla sürekli olarak faaliyetlerinden zarar elde etmiştir. Bu durum işletmenin karlılık oranlarını birleşme dönemini de içine alarak olumsuz yönde etkilemektedir. İşletmenin öz ve dış kaynaklarının verimli kullanılmadığı söylenebilir.

Genel olarak Merko Gıda hisselerinin satışı, işletmede takip eden dönemlerde olumlu bir hava yaratamamıştır. İşletme özkaynak sıkıntısı çeken, zarar eden bir yapıya bürünmüştür.

3.3.11. Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin Satılma Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Yurtiçi ve yurtdışı perakendecilik sektöründe faaliyet gösteren Migros Türk faaliyetlerine 1954 yılında başlamıştır. İşletmenin hakim ortağı durumunda olan Koç Holding 13 Şubat 2008 tarihli bir hisse devir sözleşmesiyle elinde tuttuğu % 50,83'lük sermaye payını Moonlight Capital S.A. şirketine satmıştır. Hisse senetlerinin devri 30.05.2008 tarihinde gerçekleşmiştir.

Migros A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarının verilen yıllar itibarıyla istenilen aralıklarda seyrettiği görülmektedir. Nakit oranında birleşme yılında ayrıca bir iyileşme söz konusu olmuştur. 2007 yılı itibarıyla perakendecilik sektörü ortalamalarıyla (cari oran: 1,03, asit test oranı: 0,62 ve nakit oranı: 0,47)¹³⁷ bir karşılaştırma yapıldığında işletmenin oranlarının daha iyi olduğu görülebilmektedir. İşletmenin yabancı kaynaklı borçlarını ödemede güçlük çekmediği söylenebilir.

İşletmenin finansal yapı oranları da birleşmeyle beraber olumlu seviyelerini devam ettirmektedirler. Ayrıca işletmenin, faaliyet finansmanında öz ve dış kaynaklarının kullanımlarında dengeli bir yol izlediği görülmektedir.

İşletmenin verimlilik ve karlılık oranlarının da birleşmeyle beraber artış gösterdiği görülmektedir. Bununla birlikte işletme 2008 yılı karının bir önceki yıla göre azalmasını yaşanan krize bağlamak doğru olacaktır.

Aşağıdaki tabloda Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin 2007- 2008 yılları itibarıyla mali performans oranları görülmektedir.

¹³⁷ <http://www2.tcmb.gov.tr/sector/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

Tablo 31. Migros Oranlar Tablosu

	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI
<i>Likidite Oranları</i>		
Cari Oran	1,38	1,38
Asit-Test Oranı	1,04	0,97
Nakit Oranı	0,36	0,92
<i>Finansal Yapı Oranları</i>		
Finansal Kaldıraç Oranı	0,48	0,44
Finansman Oranı	1,08	1,28
Özsermaye Oranı	0,52	0,56
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,42	0,41
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,06	0,03
<i>Verimlilik Oranları</i>		
Aktif Devir Hızı Oranı	1,69	1,75
Özkaynak Devir Hızı Oranı	3,26	3,12
<i>Karlılık Oranları</i>		
Net Kar / Özkaynaklar	0,38	1,61
Net Kar / Toplam Aktif	0,20	0,09
<i>Büyükük Değişmeleri</i>		
Toplam Varlıklar (%)	1,43	2,35
Özkaynaklar (%)	59,20	10,55
Dönem Karı (TL)	552.875.000	261.749.000
Dönem Karı Değişimi (%)	602,63	—52,70
Sermaye (TL)	178.030.000	178.030.000
Net Kar / Sermaye	3,11	1,47

Genel olarak işletmenin tüm oranları birleşmeyle birlikte istenilen seviyelerde gerçekleşmiştir. Ancak burada şunu söylemek doğru olacaktır ki Migros Ticaret A.Ş. güçlü bir mali yapıya sahiptir. Birleşmenin bu mali yapıyı dahi iyi konuma getirmek amacıyla yapılmadığı söylenebilir.

3.3.12. Petkim Petrokimya Holding A.Ş.'nin Özelleştirme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

1965 yılında kurulan Petkim Petrokimya Holding A.Ş.'nin ana faaliyet konusu petrokimya ürünlerinin üretimi ile bunların iç ve dış ticaretinin yapılmasıdır.

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca yapılan %51,00 oranında hisse satışı 30.05.2008 tarihinde tamamlanmıştır ve ihaleyi en iyi ikinci teklifi veren Socar-Turcaz- Infaz adlı konsorsiyum kazanmıştır.

Petkim Petrokimya A.Ş.'nin aşağıda verilen oranlar tablosu incelendiğinde ilk olarak işletmenin likidite oranlarının hesaplandığı görülmektedir. Bu oranlarda özelleştirmeyle hisse devrinin gerçekleştiği 2008 yılı ile birlikte bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. Ancak yaşanan bu düşüş işletmenin cari ve asit test oranlarını genel kabul gören seviyelerin altına indirmemekle beraber nakit oranında önemli bir azalmaya sebep olmuştur. Likidite oranlarında yaşanan bu düşüşü, işletmede 2008 krizinin etkileri olarak değerlendirebiliriz.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde, işletmenin faaliyet finansmanında kendi özkaynaklarından faydalandığı finansman oranlarında açıkça görülmektedir. Özelleştirme öncesi ve sonrası genel anlamda finansal yapı oranlarında belirli bir değişme yaşanmamıştır. Ancak bu oranlar incelendiğinde işletmenin oransal olarak kaynak finansmanında sürekli kendi kaynaklarından yararlanması karlılığını olumsuz etkileyebilir. Burada dış kaynak

Tablo 32. Petkim Oranlar Tablosu

	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI
<i>Likidite Oranları</i>		
Cari Oran	2,44	1,76
Asit-Test Oranı	1,41	1,07
Nakit Oranı	0,34	0,11
<i>Finansal Yapı Oranları</i>		
Finansal Kaldıraç Oranı	0,21	0,20
Finansman Oranı	3,70	3,97
Özsermaye Oranı	0,79	0,80
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,14	0,15
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,07	0,05
<i>Verimlilik Oranları</i>		
Aktif Devir Hızı Oranı	1,12	1,37
Özkaynak Devir Hızı Oranı	1,42	1,71
<i>Karlılık Oranları</i>		
Net Kar / Özkaynaklar	0,05	—0,11
Net Kar / Toplam Aktif	0,04	—0,09
<i>Büyükük Değişmeleri</i>		
Toplam Varlıklar (%)	5,81	—12,17
Özkaynaklar (%)	5,07	—10,01
Dönem Karı (TL)	73.860.890	(151.258.150)
Dönem Karı Değişimi (%)	27,38	Zarar
Sermaye (TL)	204.750.000	204.750.000
Net Kar / Sermaye	0,36	—0,74

finansman maliyetinin özkaynak maliyetinden daha düşük olduğu göz ardı edilmemelidir.

İşletmenin verimlilik oranları incelendiğinde, özelleştirme ile beraber oranlarda nispi bir yükselme görülse de bu durum karlılık oranlarına olumlu olarak yansımamıştır. İşletmenin özelleştirme yılında zarar açıklaması karlılık oranlarının eksi çıkmasına sebep olmuştur.

Genel olarak gerçekleştirilen özelleştirmenin başarılı bir özelleştirme olduğu kabul edilebilir. Her ne kadar yaşanan kriz işletme karlılığını etkilemiş olsa da mali yapı oranlarında bu negatif etki daha sınırlı hissedilmiştir. Ayrıca Petkim A.Ş. sektöründe başarılı bir konuma sahiptir. Krizin etkilerinin azalmaya başlamasıyla birlikte işletmenin karlılığının artacağı öngörülebilir.

3.3.13. Petrol Ofisi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

1941 yılında bir kamu iktisadi teşebbüsü olarak kurulan işletme 2008 yılında yapılan özelleştirme ile birlikte Doğan Holding bünyesine girmiştir. 2006 yılı itibarıyla holding elinde bulunan hisselerin %34,00'ünü OMV Aktiengesellschaft adlı şirkete satmıştır. Sonuç olarak işletmede çoğunluk hisse yine %52,73 ile Doğan Holding'in elindedir fakat yönetim kurulu taraflar eşit sayıda üyeye sahip durumda olacaklardır.

Aşağıda tabloda işletmenin 2005- 2008 yılları arasında hesaplanan mal performans oranları görülmektedir.

Tablo 33. Petrol Ofisi Oranlar Tablosu

	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI		
Likidite Oranları				
Cari Oran	1,04	1,27	1,57	1,48
Asit-Test Oranı	0,68	0,92	1,10	1,14
Nakit Oranı	0,09	0,29	0,26	0,67
Finansal Yapı Oranları				
Finansal Kaldıraç Oranı	0,54	0,61	0,54	0,60
Finansman Oranı	0,86	0,64	0,84	0,66
Özsermaye Oranı	0,46	0,39	0,46	0,40
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,33	0,37	0,27	0,33
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,20	0,24	0,27	0,27
Verimlilik Oranları				
Aktif Devir Hızı Oranı	2,51	2,27	2,32	2,48
Özkaynak Devir Hızı Oranı	5,43	5,85	5,07	6,24
Karlılık Oranları				
Net Kar / Özkaynaklar	0,10	0,10	0,12	0,04
Net Kar / Toplam Aktif	0,17	0,04	0,05	0,02
Büyükük Değişmeleri				
Toplam Varlıklar (%)	7,97	28,06	—4,02	19,86
Özkaynaklar (%)	8,52	7,48	12,96	4,05
Dönem Karı (TL)	216.032.574	230.115.954	310.708.212	105.466.655
Dönem Karı Değişimi (%)	—12,39	6,52	35,02	—66,06
Sermaye (TL)	417.450.000	417.450.000	492.000.000	550.000.000
Net Kar / Sermaye	0,52	0,55	0,63	0,19

Petrol Ofisi A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarının, birleşme öncesi döneme göre önemli sayılabilecek artışlar gösterdikleri söylenebilir. Görülen en iyi gelişme birleşme ile beraber nakit oranlarındaki önemli artıştır. Yani işletmenin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödemede bir risk taşımadığı söylenebilir. 2006 yılı motorlu taşıt yakıt satışı perakende sektörü oranları incelendiğinde, oranların cari oran 1,31, likidite oranının 0,68 ve nakit oranının 0,20 şeklinde gerçekleştiği görülmektedir.¹³⁸ Bu açıdan bir kıyaslama yapıldığında birleşme yılında işletmenin sektör ortalamalarıyla paralellik gösterdiği söylenebilir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde kararlı bir yapının göze çarpmaktadır. Birleşme öncesi ve sonrası dönemde kriz dönemi de dahil olmak üzere oranlarda olumsuz bir etkilenme görülmemektedir. Petrol Ofisi A.Ş.'nin faaliyet finansmanında dış kaynaklardan biraz daha fazla faydalandığı finansman oranlarından anlaşılrsa da işletmenin öz ve dış kaynaklardan dengeli bir şekilde yararlandığı söylenebilir.

Petrol Ofisi A.Ş.'nin verimlilik oranları incelendiğinde yine birleşme öncesi ve sonrası dönemde kararlı bir durum karşımıza çıkmaktadır. Buradan işletmenin istenilen kapasite seviyelerinde çalıştığı çıkarılabilir. İşletmede tabloda görüleceği üzere hem toplam varlıklarda hem de özkaynaklar kalemlerinde sürekli bir artış yaşanmaktadır. Oranların sürekli aynı seviyelerde çıkması elde edilen satış gelirlerinin de sürekli arttığının bir ispatıdır.

İşletme ayrıca birleşme öncesi ve sonrası dönemde sürekli artan oranlarda kar açıklamıştır. Sadece kriz döneminde açıklanan karda önemli bir düşüşün gerçekleştiği söylenebilir.

Sonuç olarak birleşme başarılı bir birleşme olarak değerlendirilebilir. İşletmede birleşmeyi takip eden dönemlerde gerçekleşen cari ve finansal yapı

¹³⁸ <http://www2.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>. 20.04.2009.

oranlarında birleşme öncesi döneme göre iyileşmeler yaşanmıştır. Birleşme işletmede oranlar itibarıyla olumsuz bir hava yaratmamıştır.

3.3.14. Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş.'nin Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansı

Kağıt ve oluklu mukavva sektöründe faaliyet gösteren Tire Kutsan 1974 yılında kurulmuştur. İşletme 03.09.2007 itibarıyla hisse senetlerinin % 53,56'sına tekabül eden bölümünü İngiltere merkezli Mondi Packaging şirketine devretmiştir. Bununla birlikte işletmenin ana hissedarı Mondi Packaging şirketi olmuştur.

Aşağıda Tire Kutsan A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarında birleşmeyle beraber önemli ölçüde bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. Kriz dönemine girilmesiyle beraber işletmede bu oranların daha da kötüleştiği açıkça görülebilmektedir. İşletmenin özellikle kısa vadeli borçlarını ödemedeki güçlük çektiği söylenebilir. Birleşme dönemiyle beraber nakit oranlarındaki önemli düşüş işletmenin acil ödemeler için kaynak yaratmada da zorlandığını göstermektedir.

İşletmenin finansal yapı oranları ele alındığında da kriz döneminin olumsuz etkileri karşımıza çıkmaktadır. İşletmenin kaynak sıkıntısı içinde olduğu ve faaliyetlerini büyük oranda kısa vadeli yabancı kaynaklarla sağlamaya çalıştığı görülebilmektedir. Özellikle 2008 yılı içinde işletmenin özkaynak sıkıntısı çektiği açıktır. İşletmenin zorunlu olarak başvurduğu KVKYK işletmeyi ileri dönemlerde daha sıkıntılı mali durumlara sürükleyebilir.

Tablo 34. Tire Kutsan Oranlar Tablosu

	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI	
Likidite Oranları			
Cari Oran	1,78	1,18	0,55
Asit-Test Oranı	1,09	0,76	0,39
Nakit Oranı	0,16	0,04	0,01
Finansal Yapı Oranları			
Finansal Kaldıraç Oranı	0,54	0,67	0,94
Finansman Oranı	0,85	0,50	0,07
Özsermaye Oranı	0,46	0,33	0,06
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,32	0,42	0,73
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,22	0,24	0,21
Verimlilik Oranları			
Aktif Devir Hızı Oranı	1,24	1,22	1,05
Özkaynak Devir Hızı Oranı	2,69	3,69	17,12
Karlılık Oranları			
Net Kar / Özkaynaklar	0,03	0,01	—4,39
Net Kar / Toplam Aktif	0,02	0,01	—0,27
Büyükük Değişmeleri			
Toplam Varlıklar (%)	37,40	33,34	—0,19
Özkaynaklar (%)	—0,30	—3,69	—81,20
Dönem Karı (TL)	2.749.511	333.904	(63.599.386)
Dönem Karı Değişimi (%)	—24,06	—87,86	Zarar
Sermaye (TL)	39.545.214	39.545.214	39.545.214
Net Kar / Sermaye	0,07	0,01	—1,61

Tire Kutsan A.Ş.'nin likidite ve mali yapı oranlarının birleşme sonrası iyi bir görüntü sergilememesi dolaylı olarak işletmenin verimlilik ve karlılık oranlarını da kötü yönde etkilemektedir. İlk bakışta özellikle tabloda verilen özkaynak devir hızı oranlarının birleşmeyle birlikte yükseliş göstermesi, satışların büyük ölçüde artış göstermesinden ziyade özsermaye kaleminin her geçen yıl küçülmesinden kaynaklanmaktadır.

Genel bir değerlendirmeyle Tire Kutsan A.Ş.'nin hisselerinin satın alınması, krizde göz önüne alındığında, yeni hissedarlar açısından istenilen olumlu durumu yaratamamıştır. İşletme büyük ölçüde özsermaye sıkıntısı çekmektedir.

3.3.15. Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. Birleşme Öncesi ve Sonrası Mali Performansının Değerlendirilmesi

Yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda satılmak üzere bira, malt ve meşrubat üretimi ile satışını gerçekleştiren işletmenin hisselerinin %47,77' si ana hissedar Yaşar Holding tarafından Carlsberg Breweries' e satışı 16 Temmuz 2001 tarihi ile gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki tabloda işletmenin 2000- 2008 yılları arasındaki mali tablolarından elde edilen verilerle hesaplanan oranlar verilmektedir.

Tablo 35. Türk Tuborg Oranlar Tablosu

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI							
<i>Likidite Oranları</i>									
Cari Oran	1,37	0,77	0,99	0,99	0,79	0,60	0,49	0,48	0,80
Asit-Test Oranı	1,05	0,63	0,99	0,87	0,64	0,49	0,41	0,36	0,62
Nakit Oranı	0,01	0,01	0,01	0,35	0,01	0,03	0,01	0,02	0,07
<i>Finansal Yapı Oranları</i>									
Finansal Kaldıraç Oranı	0,59	0,92	0,79	0,45	0,48	0,71	1,00	0,95	0,61
Finansman Oranı	0,70	0,08	0,26	1,21	1,09	0,41	–	0,05	0,64
Özsermaye Oranı	0,41	0,08	0,21	0,55	0,52	0,29	–	0,05	0,39
KVYK / Toplam Kaynaklar	0,43	0,86	0,66	0,43	0,45	0,69	0,99	0,94	0,60
UVYK / Toplam Kaynaklar	0,15	0,06	0,13	0,02	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01

Tablo 35. Türk Tuborg Oranlar Tablosu Devamı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		BİRLEŞME SONRASI							
Verimlilik Oranları									
Aktif Devir Hızı Oranı	0,74	0,68	3,14	0,53	0,64	0,72	0,70	0,74	0,83
Özkaynak Devir Hızı Oranı	1,79	8,82	1,61	0,98	1,23	2,49	-	14,72	2,13
Karlılık Oranları									
Net Kar / Özkaynaklar	0,09	-2,70	0,09	0,12	-0,32	-1,26	-	-3,90	-1,36
Net Kar / Toplam Aktif	0,04	-0,21	0,02	0,07	-0,17	-0,35	-0,29	-0,20	-0,53
Büyüklik Değişmeleri									
Toplam Varlıklar (%)	47,82	83,49	236,32	15,20	-21,07	-20,77	0,02	-1,73	-5,27
Özkaynaklar (%)	41,01	-65,90	814,83	834,64	-21,54	-55,74	-	-	629,06
Dönem Karı (TL)	1.320.962	(13.911.738)	4.124.472	22.541.335	(45.610.329)	(79.007.800)	(63.804.912)	(41.970.128)	(107.128.158)
Dönem Karı Değişimi (%)	-0,44	Zarar	129,65	446,53	Zarar	Zarar	Zarar	Zarar	Zarar
Sermaye (TL)	5.627.813	11.255.625	17.680.000	23.249.201	46.498.401	46.498.401	46.498.401	99.971.560	99.971.560
Net Kar / Sermaye	0,23	-1,24	0,23	0,97	-0,98	-1,70	-1,37	-0,42	-1,07

Türk Tuborg A.Ş. oranlar tablosu incelendiğinde, ilk olarak hesaplanan likidite oranlarında birleşme ile beraber oluşan oranlarda açık bir düzelme yaşanmamış bilakis bir düşüş gözlenmiştir. Birleşmeyi takip eden 2002 yılsonu itibarıyla elde edilen oranlarda ise oransal bir yükseliş yaşansa da bu yükselme asit test oranı dışındaki oranlarda arzu edilen seviyelerde gerçekleşmemiştir. Özellikle işletme de ele alınan dönemler içinde nakit sıkıntısının yaşandığı görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında işletmede çalışma sermayesi eksikliği yaşandığı söylenebilir. İşletmenin borç ödemede sıkıntı yaşayabileceği özellikle acil durumlarda kredi bulmada zorluklar çekeceği söylenebilir.

İşletmenin finansal yapı oranları incelendiğinde de karşılaşılan durum birleşmenin istenilen etkiyi yaratmadığı doğrultusundadır. İşletme özellikle özsermaye kaynakları konusunda sıkıntılar yaşamaktadır. Oranlar gözleendiğinde işletmenin faaliyetlerinin finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklara yöneldiği görülebilmektedir. 2003 ve 2004 dönemlerinde oranlarda belli seviyede bir düzelme görülse de bu iyimser tablo devam eden yıllara yansıtılmamıştır. Özellikle 2006 yılı itibarıyla işletmenin elinde özkaynak bulunmamaktadır. Faaliyetlerin tamamı yabancı kaynaklarla finanse edilmiştir.

Bununla birlikte Türk Tuborg A.Ş.'nin ele alınan dönemlerde açıklanan karları incelendiğinde de istikrarlı bir durum gözlenmemektedir. Yukarıda da belirtildiği gibi birleşme sonrasında takip eden iki dönemde kar açıklansa diğer tüm dönemlerde işletme zarar açıklamıştır. Bu durum işletmenin karlılık oranlarını da olumsuz etkilemiştir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında gerçekleştirilen birleşme alıcı işletme Carlsberg açısından olumsuz olarak olgunlaşmıştır. İşletmenin ele alınan tüm oranlarında istenilen seviyeler yakalanamamıştır. Bu başarısız birleşmenin sonucu olarak Carlsberg yönetimi işletmeyi İsraili Beer Breweries'e

devrine yönelmiştir. Rekabet Kurulu 12.09.2008 tarihli kararıyla bu satışa izin verdiğini duyurmuştur.¹³⁹

3.4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Dünya ekonomisinin giderek daha bütünleşik bir yapıya bürünmesi sürecinde gerçekleştirilen uluslar arası işletme birleşme ve satın alma faaliyetlerinin etkinliği göz ardı edilemez bir gerçek halini almıştır. Bu anlamda, işletmelerin sürdürülebilir büyüme hedeflerini canlı tutmada gösterdikleri çabalar dolayısıyla bütünleşen bu ekonomik yapı daha da gelişmektedir. Çok uluslu işletmelerce sürdürülen bu eğilim çoğu ülkede olduğu gibi Türkiye'yi de içine almış bulunmaktadır.

Genel olarak bakıldığında birleşme ve satın alma faaliyetlerini bir dışsal büyüme stratejisi olarak gören bu çokuluslu işletmelerin, tarihsel olarak sermaye birikimine sahip gelişmiş ülkelerin işletmeleri olduğu görülmektedir. Kendi iç piyasalarında gerçekleşen doygunluğa bağlı olarak işletmeler daha fazla kazanç adına ülke sınırlarını aşarak günümüzdeki ekonomik yapının oluşmasına sebep olmuşlardır. Büyüme dürtüsü altında ki bu çok uluslu işletmelerde birleşme ve satın almalar açısından ölçek ekonomisinden yararlanma, pazar genişletme, küresel rekabete karşı koyabilme vb. nedenlerle açıklanmaya çalışılmakla birlikte temel amaç daha çok kardır. Bu doğrultuda Türkiye'de, gelişmekte olan bir pazar olarak çok uluslu işletmeler için bünyesinde fırsatlar barındıran bir hedef konumundadır. Bu hedef olma durumu sonuç olarak ülkemizde de işletme birleşme ve satın almalarının yoğun olarak yaşanmaya başladığı anlamını taşımaktadır.

Çalışma genel olarak değerlendirildiğinde İMKB'de gerçekleştirilen bu 15 birleşme ve satın alma faaliyetinden sadece 2 tanesi ticari unvanlarını

¹³⁹ <http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=kararliste>, (Rekabet Kurulu Kararı, Karar Sayısı: 08-52/802-328), 30.04.2009.

yitirmişlerdir. Kipa Kitle Pazarlama Tic. A.Ş. Tesco Tic. A.Ş' ye ve Migros Türk Ticaret A.Ş. Migros Tic. A.Ş.'ye dönüşmüştür.

Ele alınan birleşme ve satın almalar incelendiğinde alıcı işletmelerin genel olarak kendi sektörlerinden firmaları hedef olarak seçtikleri görülmektedir. Bu doğrultuda yapılan birleşme ve satın almalar yatay birleşmeler kapsamında değerlendirilebilir. Sadece Petkim'in Socar-Turcas-Injaz Consortium' a satışı dikey bir birleşme örneği, Kipa' nın Moonlight ve AFM' nin Velios gibi birçok alanda faaliyet gösteren yatırım şirketlerince alınması da karma birleşme örnekleri olarak gösterilebilir.

Bununla birlikte alıcı firmaların çoğunluğunu Avrupa Birliği ülkeleri oluşturmaktadır. Bunun temel nedeni olarak ülkemiz dış ticaretinin ana kaleminin birlik ülkelerinden oluşması gösterilebilir.

Mali açıdan birleşme ve satın almaların yaşandığı dönem tabloları değerlendirildiğinde hesaplanan mali oranlar açısından Çimentoaş (2001), Eczacıbaşı (2007), Kent Gıda (2002), Petkim (2008) ve Petrol Ofisi (2006) işletmelerinin mali oranlarında birleşme ile beraber olumlu bir seyrin gerçekleştiği söylenebilir. Bununla birlikte Alarko Carrier (1998), İzocam (2006) ve Migros (2008) işletmelerinin sağlam olan mali oranlarının birleşme ile beraber aynı seviyelerde devam ettikleri görülmüştür. Bunun dışında gerçekleşen AFM (2008), Deva (2006), Tesco Kipa (2003), Konfrut Gıda (2005), Merko Gıda (2006), Tire Kutsan (2007) ve Tuborg (2001) birleşme ve satın almalarında istenilen oranlar yakalanamamıştır. Bu bakımdan birleşme ve satın almaların bu işletmelerde olumsuz etki yarattığı söylenebilir.

Bununla beraber 2008 dönemi içinde gerçekleşen AFM, Migros, Eczacıbaşı, Tire Kutsan ve Petkim birleşmelerinin mali oranlarının daha sağlıklı değerlendirilmesi açısından süreye ihtiyaç vardır.

Ayrıca 2008 ile birlikte yaşanan finansal kriz birleşme ve satın almaya giden işletmelerin tamamının likidite ve finansal yapı oranlarında olumsuz etkiler yaratmıştır. Özellikle bu dönemde özkaynak sıkıntısı çeken işletmeler daha yoğun olarak dış kaynaklara yönelmişlerdir.

Tüm bu açıklamalar ışığında İMKB'de gerçekleşen bu 15 birleşme ve satın almanın başarısızlık yüzdesi UNCTAD'ın yayınladığı 2008 yılı Dünya Yatırım Raporu'nda verilen birleşme ve satın almalar sonrası yaşanan başarısızlık yüzdesiyle (%60- 75) paralellik göstermektedir.

EKLER

AFM Filmcilik A.Ş. Birleşme Yılı Sonu Ayrıntılı Bilanço ve Gelir Tablosu

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2008
DÖNEN VARLIKLAR	14.862.850
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.298.770
Finansal Yatırımlar	0
Ticari Alacaklar	5.348.972
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	227.359
-Diğer Ticari Alacaklar	5.121.613
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	1.686.397
Stoklar	674.006
Canlı Varlıklar	0
Diğer Dönen Varlıklar	2.854.705
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0
DURAN VARLIKLAR	52.343.304
Ticari Alacaklar	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	439.394
Finansal Yatırımlar	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0
Canlı Varlıklar	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0
Maddi Duran Varlıklar	40.466.686
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	366.847
Şerefiye	10.657.318
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0
Diğer Duran Varlıklar	413.059
AKTİF TOPLAMI	67.206.154
KISA VADELİ BORÇLAR	39.059.255
Finansal Boçlar	26.108.076
-Banka Kredileri	22.897.379
-Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	3.210.697
Diğer Finansal Yükümlülükler	0
Ticari Borçlar	9.006.980
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.352.749
-Diğer Ticari Borçlar	7.654.231
Diğer Borçlar	692.017
Finans Sektörü Faal.den Borçlar	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	435.871
Borç Karşılıkları	2.221.516

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	594.795
UZUN VADELİ BORÇLAR	15.989.558
Finansal Borçlar	14.034.228
-Banka Kredileri	9.966.615
-Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.067.613
(veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	229.567
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.682.492
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	43.271
ÖZKAYNAKLAR	12.157.341
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12.157.341
Ödenmiş Sermaye	13.490.363
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	580.507
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	7.103.110
Net Dönem Karı/Zararı	(9.016.639)
Azınlık Payları	0
PASİF TOPLAMI	67.206.154

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2008
BRÜT SATIŞLAR	
Satış Gelirleri	71.310.685
Satışların Maliyeti (-)	(61.805.208)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	9.505.477
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0
BRÜT SATIŞ KAR/ZARAR	9.505.477
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(285.735)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(5.767.067)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	455.765
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(127.962)
FAALİYET KARI/ZARARI	3.780.478
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	5.823.205
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	(18.221.828)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	(8.618.145)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(398.494)
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	(435.871)
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	37.377
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	(9.016.639)
DURDURULAN FAALİYETLER	0
DÖNEM KARI/ZARARI	(9.016.639)
Ana Ortaklık Payları	(9.016.639)
Hisse Başına Kazanç (Krş)	(0,66838)

**Alarko Carrier A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.98	Geçmiş 31.12.1999
DÖNEN VARLIKLAR	17.829.885	28.273.879
Hazır Değerler	3.093.976	4.828.268
Kasa	7.387	765
Bankalar	2.752.961	4.348.854
Diğer Hazır Değerler	333.628	478.649
Menkul Kıymetler	3.071.720	2.809.674
Hisse Senetleri	0	0
Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	2.344.256	2.809.674
Diğer Menkul Kıymetler	730.207	0
Menkul Kıymetler Değer Düşük. Karş.(-)	(2.743)	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	7.753.008	13.278.698
Alıcılar	1.206.479	1.921.042
Alacak Senetleri	7.063.540	12.151.627
Verilen Depozito ve Teminatlar	4.260	1.448
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	100.668	357.909
Alacak Reeskontu (-)	(534.887)	(799.682)
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(87.052)	(353.646)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.264	13.872
Ortaklardan Alacaklar	0	0
İştiraklerden Alacaklar	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	1.264	13.872
Alacak Reeskontu (-)	0	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
Stoklar	3.050.670	4.921.354
İlk Madde ve Malzeme	956.747	1.179.344
Yarı Mamüller	398.634	632.509
Ara Mamüller	0	0
Mamüller	872.121	908.165
Emtia	701.171	1.403.205
Diğer Stoklar	764	1.111
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
Verilen Sipariş Avansları	121.233	797.020
Diğer Dönen Varlıklar	859.247	2.422.013
DURAN VARLIKLAR	3.382.474	7.921.550
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	812	3.149
Alıcılar	0	0
Alacak Senetleri	0	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	812	3.149
Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
Alacak Reeskontu (-)	0	0

Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
Finansal Duran Varlıklar	222.761	231.305
Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
İştirakler	23.765	25.086
İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	(37)	0
İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
Bağlı Ortaklıklar	199.407	206.566
Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	(374)	(374)
Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	27
Maddi Duran Varlıklar	3.071.246	7.557.381
Arazi ve Arsalar	2.495	2.495
Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	4.562	6.761
Binalar	921.022	1.325.872
Makine, Tesis ve Cihazlar	3.658.275	5.832.948
Taşıt Araç ve Gereçleri	80.788	177.493
Döşeme ve Demirbaşlar	562.554	920.385
Diğer Maddi Duran Varlıklar	636.226	1.129.562
Birikmiş Amortismanlar (-)	(3.282.421)	(6.359.422)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	3.469.412
Verilen Sipariş Avansları	487.745	1.051.875
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	68.062	129.706
Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
Haklar	28.094	36.698
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	39.968	93.008
Verilen Avanslar	0	0
Diğer Duran Varlıklar	19.593	9
AKTİF TOPLAMI	19.536.221	33.642.023
KISA VADELİ BORÇLAR	6.029.573	11.846.804
Finansal Borçlar	310.573	550.345
Banka Kredileri	0	16.303
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	310.573	534.042
Ticari Borçlar	1.774.354	3.646.944
Satıcılar	952.572	2.458.293
Borç Senetleri	0	0
Alınan Depozito ve Teminatlar	1.914	2.826
Diğer Ticari Borçlar	819.868	1.196.981
Borç Reeskontu (-)	0	(11.156)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	529.955	1.518.336
Ortaklara Borçlar	656	511
İştiraklere Borçlar	0	0
Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
Ödenecek Giderler	37.899	357.802
Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	417.707	967.735
Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	73.693	192.288
Borç Reeskontu (-)	0	0
Alınan Sipariş Avansları	1.103.022	2.731.244

Borç ve Gider Karşılıkları	2.311.669	3.399.935
Vergi Karşılıkları	2.307.708	3.393.237
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	3.961	6.698
UZUN VADELİ BORÇLAR	1.676.138	2.553.406
Finansal Borçlar	912.507	1.106.729
Banka Kredileri	912.507	1.106.729
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	763.631	1.446.677
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	763.631	1.446.677
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
ÖZKAYNAKLAR	13.506.648	21.795.219
Sermaye	1.350.000	1.350.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	538	538
Yeniden Değerleme Değer Artışı	2.318.954	3.625.559
Duran Varlıklardaki Değer Artışı	2.129.361	3.433.560
İştiraklerdeki Değer Artışı	189.593	191.999
Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
Yedekler	3.714.456	8.862.193
Yasal Yedekler	270.780	374.305
Statü Yedekleri	0	0
Özel Yedekler	1	1
Olağanüstü Yedek	3.436.104	8.456.054
Maliyet Artış Fonu	7.571	31.833
Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
Geçmiş Yıl Karı	0	0
Net Dönem Karı	6.122.700	7.956.929
Dönem Zararı (-)	0	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	19.536.221	33.642.023

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.98	31.12.98
BRÜT SATIŞLAR	34.999.315	53.680.997
Yurtiçi Satışlar	33.689.203	50.929.695
Yurtdışı Satışlar	867.228	1.604.140
Diğer Satışlar	442.884	1.147.162
Satışlardan İndirimler (-)	(1.862.172)	(2.490.621)
Satıştan İadeler (-)	(772.458)	(972.567)
Satış İskontoları (-)	(1.089.714)	(1.518.054)
Diğer İndirimler (-)	0	0
Net Satışlar	33.137.143	51.190.376
Satışların Maliyeti (-)	(22.450.844)	(32.508.927)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	10.686.299	18.681.449
Faaliyet Giderleri (-)	(4.185.478)	(10.211.510)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	(240.273)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(2.657.538)	(5.268.350)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.527.940)	(4.702.887)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	6.500.821	8.469.939
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	3.020.352	6.865.815
İştiraklerden Temettü Gelirleri	25.059	24.267
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	4.711.332
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	2.306.042	2.130.216
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	689.251	0
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(1.172.751)	(2.034.717)
Finansman Giderleri (-)	(18.964)	(2.163.361)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(18.964)	(1.428.956)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	(734.405)
FAALİYET KARI (ZARARI)	8.329.458	11.137.676
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	101.491	215.004
Konusu Kalmayan Karşılıklar	72.817	124.699
Önceki Dönem Gelir ve Karları	1.363	162
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	27.311	90.143
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(541)	(2.514)
Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(96)	0
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(445)	(2.514)
DÖNEM KARI (ZARARI)	8.430.408	11.350.166
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	(2.307.708)	(3.393.237)
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	6.122.700	7.956.929

**Çimentoş A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2001	Geçmiş 31.12.2002
DÖNEN VARLIKLAR	33.034.988	36.454.134
Hazır Değerler	2.998.674	10.306.607
Kasa	5.307	2.238
Bankalar	2.719.292	10.091.277
Diğer Hazır Değerler	274.075	213.092
Menkul Kıymetler	0	0
Hisse Senetleri	0	0
Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
Diğer Menkul Kıymetler	0	0
Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	12.666.227	11.074.532
Alıcılar	11.602.515	11.334.042
Alacak Senetleri	1.307.037	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	153.191	223.911
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	58.676	0
Alacak Reeskontu (-)	(74.576)	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(380.616)	(483.421)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.050.128	592.199
Ortaklardan Alacaklar	0	23.900
İştiraklerden Alacaklar	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	1.050.128	432.400
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	135.899
Alacak Reeskontu (-)	0	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
Stoklar	13.212.688	12.715.394
İlk Madde ve Malzeme	8.273.876	7.917.220
Yarı Mamüller	2.900.105	3.944.210
Ara Mamüller	0	0
Mamüller	1.184.854	767.970
Emtia	24.934	0
Diğer Stoklar	1.108	47.975
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	(1.408)	0
Verilen Sipariş Avansları	829.219	38.019
Diğer Dönen Varlıklar	3.107.271	1.765.402
DURAN VARLIKLAR	54.886.672	48.337.090
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	22.027	23.188
Alıcılar	0	0
Alacak Senetleri	0	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	22.027	23.188
Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
Alacak Reeskontu (-)	0	0

Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
Ortaklardan Alacaklar	0	0
İştiraklerden Alacaklar	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
Alacak Reeskontu (-)	0	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
Finansal Duran Varlıklar	20.183.902	12.927.691
Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
İştirakler	0	0
İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
Bağlı Ortaklıklar	20.183.849	12.927.510
Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
Diğer Finansal Duran Varlıklar	53	181
Maddi Duran Varlıklar	34.574.870	35.281.273
Arazi ve Arsalar	755.196	729.142
Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	6.011.928	6.666.595
Binalar	22.481.065	21.721.942
Makine, Tesis ve Cihazlar	36.526.517	28.432.548
Taşıt Araç ve Gereçleri	2.540.458	1.054.181
Döşeme ve Demirbaşlar	1.741.219	1.878.752
Diğer Maddi Duran Varlıklar	156.269	182.035
Birikmiş Amortismanlar (-)	(36.194.224)	(25.489.290)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	462.603	3.540
Verilen Sipariş Avansları	93.839	101.828
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.434	45.525
Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
Haklar	0	45.525
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.434	0
Verilen Avanslar	0	0
Diğer Duran Varlıklar	48.439	59.413
AKTİF TOPLAMI	87.921.660	84.791.224
KISA VADELİ BORÇLAR	39.305.420	15.862.282
Finansal Borçlar	28.486.335	0
Banka Kredileri	24.952.298	0
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksit ve Faizleri	3.534.037	0
Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
Diğer Finansal Borçlar	0	0
Ticari Borçlar	7.606.407	11.270.063
Satıcılar	7.606.256	10.044.543
Borç Senetleri	0	1.231.788
Alınan Depozito ve Teminatlar	151	2.646
Diğer Ticari Borçlar	0	0
Borç Reeskontu (-)	0	(8.914)

Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.733.831	1.398.931
Ortaklara Borçlar	8.095	8.095
İştiraklere Borçlar	0	0
Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
Ödenecek Giderler	97.494	4.120
Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	572.887	973.109
Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	2.068.492	413.607
Borç Reeskontu (-)	(13.137)	0
Alınan Sipariş Avansları	277.897	16.627
Borç ve Gider Karşılıkları	200.950	3.176.661
Vergi Karşılıkları	0	2.833.670
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	200.950	342.991
UZUN VADELİ BORÇLAR	6.587.971	3.550.148
Finansal Borçlar	1.923.052	0
Banka Kredileri	1.923.052	0
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.046.163	0
Ortaklara Borçlar	0	0
İştiraklere Borçlar	0	0
Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	1.084.882	0
Borç Reeskontu (-)	(38.719)	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	3.618.756	3.550.148
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	3.618.756	3.550.148
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
ÖZKAYNAKLAR	42.028.269	65.378.794
Sermaye	10.500.000	31.500.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	546.549	546.549
Yeniden Değerleme Değer Artışı	30.798.431	21.273.283
Duran Varlıklardaki Değer Artışı	22.427.887	12.363.158
İştiraklerdeki Değer Artışı	1.252.862	1.252.862
Borsa'da Oluşan Değer Artışı	7.117.682	7.657.263
Yedekler	2.078.588	6.509.503
Yasal Yedekler	561.907	561.907
Statü Yedekleri	0	0
Özel Yedekler	0	0
Olağanüstü Yedek	1.514.774	1.514.774
Maliyet Artış Fonu	1.907	4.432.822
Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
Geçmiş Yıl Karı	0	0
Net Dönem Karı	0	7.444.758
Dönem Zararı (-)	(1.895.299)	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	(1.895.299)
1. Yılı Zararı	0	(1.895.299)
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	87.921.660	84.791.224

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2001	31.12.2002
BRÜT SATIŞLAR	74.194.284	93.982.701
Yurtiçi Satışlar	38.129.490	52.663.407
Yurtdışı Satışlar	34.228.949	39.824.120
Diğer Satışlar	1.835.845	1.495.174
Satışlardan İndirimler (-)	(1.701.661)	(1.669.537)
Satıştan İadeler (-)	(27.481)	(14.107)
Satış İskontoları (-)	(844.758)	(468.961)
Diğer İndirimler (-)	(829.422)	(1.186.469)
Net Satışlar	72.492.623	92.313.164
Satışların Maliyeti (-)	(43.952.584)	(60.912.116)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	28.540.039	31.401.048
Faaliyet Giderleri (-)	(13.275.933)	(19.880.128)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(4.974.854)	(9.376.999)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(8.301.079)	(10.503.129)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	15.264.106	11.520.920
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	4.813.023	6.916.135
İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	918.171	18.086
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	370.932	801.579
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	3.523.920	6.096.470
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(1.209.401)	(451.200)
Finansman Giderleri (-)	(19.742.721)	(3.980.981)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(17.946.692)	(3.944.397)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(1.796.029)	(36.584)
FAALİYET KARI (ZARARI)	(874.993)	14.004.874
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	136.115	314.507
Konusu Kalmayan Karşılıklar	23.117	3.262
Önceki Dönem Gelir ve Karları	13.052	100.950
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	99.946	210.295
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(1.156.421)	(4.040.953)
Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	(1.102.479)	(262.843)
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(13.780)	(18.568)
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(40.162)	(3.759.542)
DÖNEM KARI (ZARARI)	(1.895.299)	10.278.428
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	(2.833.670)
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	(1.895.299)	7.444.758

**Deva Holding A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2006	31.12.2007
DÖNEN VARLIKLAR	177.676.400	242.969.103
Hazır Değerler	16.429.061	15.519.707
Menkul Kıymetler (net)	177.080	0
Ticari Alacaklar (net)	101.319.882	131.793.308
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	998.673
Diğer Alacaklar (net)	270.741	25.313.656
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	40.213.912	68.349.668
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	19.265.724	994.091
DURAN VARLIKLAR	113.207.924	142.313.431
Ticari Alacaklar (net)	8.406	0
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0
Diğer Alacaklar (net)	368	0
Finansal Varlıklar (net)	0	0
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	4.306.534	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	84.871.510	127.401.807
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	13.442.833	7.715.277
Ertelenen Vergi Varlıkları	10.476.568	7.196.347
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	101.705	0
AKTİF TOPLAMI	290.884.324	385.282.534
KISA VADELİ BORÇLAR	73.625.987	100.772.718
Finansal Borçlar (net)	16.215.589	34.056.012
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	16.714.174	9.627.141
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	982.588	643.893
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	19.707.759	27.291.866
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	479.182
Alınan Avanslar	2.069.444	53.088
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	0	0
Borç Karşılıkları	954.882	23.112.976
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	16.981.551	5.508.560
UZUN VADELİ BORÇLAR	27.807.499	16.606.972
Finansal Borçlar (net)	15.716.366	3.359.207
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	857.990	1.196.673
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	10.155.854	12.051.092

Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	1.077.289	0
Diğer Yükümlülükler (net)	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	0	19.490
ÖZKAYNAKLAR	189.450.838	267.883.354
Sermaye	48.000.000	48.000.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	(8.238.569)	(5.798.634)
Sermaye Yedekleri	48.763.079	48.763.079
Hisse Senetleri İhraç Primleri	1.321.909	1.321.909
Hisse Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	47.441.170	47.441.170
Kar Yedekleri	133.477.322	66.458.693
Yasal Yedekler	4.759.439	5.090.639
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	17.923.154	20.089.041
Özel Yedekler	0	0
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	110.794.729	41.279.013
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0
Net Dönem Karı/Zararı	(45.895.499)	90.605.443
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	13.344.505	19.854.773
PASİF TOPLAMI	290.884.324	385.282.534

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2006	Geçmiş 31.12.2007
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	181.970.262	267.264.879
Satışların Maliyeti (-)	(110.708.896)	(141.911.497)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	(1.700.875)	0
BRÜT FAALİYET KARI/ZARARI	69.560.491	125.353.382
Faaliyet Giderleri (-)	(88.545.156)	(108.728.450)
NET FAALİYET KARI/ZARARI	(18.984.665)	16.624.932
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	670.911	137.741.906
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(6.179.058)	(34.692.777)
Finansman Giderleri (-)	(31.062.831)	(22.202.520)
FAALİYET KARI/ZARARI	(55.555.643)	97.471.541
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	0	25.861
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	(55.555.643)	97.497.402
Vergiler	9.660.144	(6.891.959)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	(45.895.499)	90.605.443
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0	0,0327

**Eczacıbaşı A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2007	31.12.2008
DÖNEN VARLIKLAR	904.268.949	657.704.650
Nakit ve Nakit Benzerleri	190.348.304	330.948.164
Finansal Yatırımlar	396.124.218	14.825.295
Ticari Alacaklar		
- İlişkili taraflardan alacaklar	8.177.022	26.085.025
- Diğer ticari alacaklar	156.926.812	162.440.307
Diğer Alacaklar	322.995	369.081
Stoklar	69.458.817	83.919.054
Diğer Dönen Varlıklar	82.910.781	39.117.724
DURAN VARLIKLAR	1.182.430.252	1.366.145.283
Ticari Alacaklar		
- İlişkili taraflardan alacaklar	17.906.884	0
- Diğer ticari alacaklar	112.599	125.010
Diğer Alacaklar	22.311	64.541
Finansal Yatırımlar	780.092.236	860.793.885
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	79.292.245	114.307.991
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	219.225.751	212.047.081
Maddi Duran Varlıklar	63.040.708	67.282.561
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.934.464	28.791.261
Şerefiye	5.493.571	32.057.155
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	6.458.506	7.758.292
Diğer Duran Varlıklar	1.850.977	42.917.506
AKTİF TOPLAMI	2.086.699.201	2.023.849.933
KISA VADELİ BORÇLAR	334.164.890	215.658.587
Finansal Boçlar		
- İlişkili taraflara borçlar	18.476.380	23.339.667
- Diğer finansal borçlar	63.674.428	39.737.417
Ticari Borçlar		
- İlişkili taraflara borçlar	64.744.342	58.661.903
- Diğer ticari borçlar	58.118.095	64.844.628
Diğer Borçlar	533.762	1.836.191
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.039.818	3.538.197
Borç Karşılıkları	279.871	724.790
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	127.298.194	22.975.794
UZUN VADELİ BORÇLAR	75.682.747	76.759.293
Finansal Borçlar		
- İlişkili taraflara borçlar	36.255.834	23.059.307
- Diğer finansal borçlar	107.069	1.828.752
Diğer Borçlar	0	1.830.000
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	6.160.771	9.008.052

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	33.128.935	41.000.157
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	30.138	33.025
ÖZKAYNAKLAR	1.676.851.564	1.731.432.053
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.658.802.219	1.715.677.252
Ödenmiş Sermaye	182.736.000	548.208.000
Sermaye Düzeltme Farkları	105.776.550	105.776.550
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	586.100.955	665.309.123
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	375.059.720	18.670.952
Yabancı Para Çevrim Farkları	(103.027)	(413.150)
Geçmiş Yıllar Karları	315.470.995	306.209.175
Net Dönem Karı	93.761.026	71.916.602
Azınlık Payları	18.049.345	15.754.801
PASİF TOPLAMI	2.086.699.201	2.023.849.933

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2007	Geçmiş 31.12.2008
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	888.993.905	805.314.601
Satışların Maliyeti (-)	(626.297.965)	(586.662.497)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	32.805.710	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	295.501.650	218.652.104
Faaliyet Giderleri (-)	(283.970.591)	(222.228.480)
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	11.531.059	(3.576.376)
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	510.946.417	365.172.481
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(39.498.776)	
Finansman Giderleri (-)	(1.217.337)	(272.845.366)
FAALİYET KARI/ZARARI	481.761.363	88.750.739
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	(2.888.728)	
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	478.872.635	88.750.739
Vergiler	(27.430.143)	(18.301.423)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	0	1.960.059
NET DÖNEM KARI/ZARARI	451.442.492	72.409.375
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	2,47	0,13

**İzocam A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı Bilançoları
ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2006	Geçmiş 31.12.2007
DÖNEN VARLIKLAR	141.864.993	119.971.097
Hazır Değerler	55.752.338	34.578.198
Menkul Kıymetler (net)	0	0
Ticari Alacaklar (net)	52.631.019	63.755.545
Finansal Kiralama Araçları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	516.351	117.274
Diğer Alacaklar (net)	13.194	12.310
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar	23.070.256	21.161.107
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/ Dönen Varlıklar	9.881.835	346.663
DURAN VARLIKLAR	69.581.936	76.249.141
Ticari Alacaklar- net	2.804	2.804
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	69.459.426	76.189.969
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	119.706	56.368
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	211.446.929	196.220.238
KISA VADELİ BORÇLAR	30.849.815	24.045.278
Finansal Borçlar	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	3.005.078
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	1.333.564	1.509.133
Ticari Borçlar	18.787.522	15.303.655
İlişkili Taraflara Borçlar	380.971	478.606
Alınan Avanslar	0	0
Devam Eden İnşaat Sözleşme Hakediş Bedeli (net)	0	0
Borç Karşılıkları	9.890.713	3.742.114
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler	457.045	6.692
UZUN VADELİ BORÇLAR	21.506.236	6.392.922
Finansal Borçlar (net)	15.330.095	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0

Borç Karşılıkları	3.683.944	3.795.931
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	2.492.197	2.596.991
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	0	0
ÖZKAYNAKLAR	159.090.878	165.782.038
Sermaye	24.534.143	24.534.143
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	48.226.041	48.226.041
Hisse Senedi İhraç Primleri	1.092	1.092
Hisse Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0
Özsermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	48.224.949	48.224.949
Kar Yedekleri	25.133.995	41.120.698
Yasal Yedekler	6.404.304	12.329.123
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	18.729.645	28.791.529
Özel Yedekler	46	46
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0
Yabancı Para Çevirim Farkları	0	0
Net Dönem Karı	60.986.703	51.691.160
Geçmiş Yıllar Karları	209.996	209.996
PASİF TOPLAMI	211.446.929	196.220.238

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2006	Geçmiş 31.12.2007
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	229.935.706	253.090.630
Satışların Maliyeti (-)	(152.569.473)	(157.272.781)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI	77.366.233	95.817.849
Faaliyet Giderleri (-)	(34.044.410)	(31.660.135)
NET ESAS FAALİYET KARI	43.321.823	64.157.714
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	32.459.676	1.417.421
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(4.576.061)	(5.306.004)
Finansman Giderleri (net) (-)	(2.187.656)	4.656.774
FAALİYET KARI	69.017.782	64.925.905
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	0	0
VERGİ ÖNCESİ KAR	69.017.782	64.925.905
Vergiler	(8.031.079)	(13.234.745)
NET DÖNEM KARI	60.986.703	51.691.160
HİSSE BAŞINA KAR	0,02486	0,02107

Kent Gıda A.Ş. Birleşme Yılı Sonu Ayrıntılı Bilanço ve Gelir Tablosu

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2002
DÖNEN VARLIKLAR	67.941.909
Hazır Değerler	13.595.122
Kasa	25.669
Bankalar	13.569.453
Diğer Hazır Değerler	0
Menkul Kıymetler	487.139
Hisse Senetleri	0
Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0
Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	437.503
Diğer Menkul Kıymetler	49.636
Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	33.984.597
Alıcılar	24.302.274
Alacak Senetleri	12.497.586
Verilen Depozito ve Teminatlar	80
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	649.809
Alacak Reeskontu (-)	(434.827)
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(3.030.325)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.325.880
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	510.852
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	1.474.407
Alacak Reeskontu (-)	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(659.379)
Stoklar	14.296.421
İlk Madde ve Malzeme	8.686.192
Yarı Mamüller	441.932
Ara Mamüller	0
Mamüller	2.973.989
Emtia	0
Diğer Stoklar	36.706
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	(157.536)
Verilen Sipariş Avansları	2.315.138
Diğer Dönen Varlıklar	4.252.750
DURAN VARLIKLAR	39.758.821
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	14.503
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0
Finansal Duran Varlıklar	37.500
İştirakler	37.889
İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	(389)
İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0
Bağlı Ortaklıklar	234.516
Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	(234.516)
Diğer Finansal Duran Varlıklar	0

Maddi Duran Varlıklar	39.081.622
Arazi ve Arsalar	64.558
Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	69.341
Binalar	14.660.930
Makine, Tesis ve Cihazlar	61.083.060
Taşıt Araç ve Gereçleri	1.714.145
Döşeme ve Demirbaşlar	1.744.722
Diğer Maddi Duran Varlıklar	33.651
Birikmiş Amortismanlar (-)	(46.767.338)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	6.478.553
Verilen Sipariş Avansları	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	625.196
AKTİF TOPLAMI	107.700.730
KISA VADELİ BORÇLAR	76.236.749
Finansal Borçlar	59.518.300
Banka Kredileri	55.078.249
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	4.440.047
Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	4
Ticari Borçlar	8.325.409
Satıcılar	8.308.462
Borç Senetleri	18.400
Borç Reeskontu (-)	(1.453)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4.904.131
Alınan Sipariş Avansları	729.888
Borç ve Gider Karşılıkları	2.759.021
Vergi Karşılıkları	1.537.921
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	1.221.100
UZUN VADELİ BORÇLAR	7.809.373
Finansal Borçlar	0
Ticari Borçlar	0
Borç ve Gider Karşılıkları	7.809.373
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	7.809.373
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0
ÖZKAYNAKLAR	23.654.608
Sermaye	17.280.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0
Emisyon Primi	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	15.751.986
Duran Varlıklardaki Değer Artışı	15.751.986
İştiraklerdeki Değer Artışı	0
Yedekler	2.152.938
Yasal Yedekler	642.467
Statü Yedekleri	0
Özel Yedekler	0
Olağanüstü Yedek	1.510.471

Net Dönem Karı	9.162.432
Dönem Zararı (-)	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	(20.692.748)
1. 2001 Yılı Zararı	(17.224.522)
2. 1999-2000 Yılı Zararı	(3.468.226)
PASİF TOPLAMI	107.700.730

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2002
Brüt Satışlar	125.921.643
Yurtiçi Satışlar	77.901.982
Yurtdışı Satışlar	47.732.532
Diğer Satışlar	287.129
Satışlardan İndirimler (-)	(781.914)
Satıştan İadeler (-)	(781.914)
Net Satışlar	125.139.729
Satışların Maliyeti (-)	(82.462.041)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	42.677.688
Faaliyet Giderleri (-)	(16.583.078)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(8.136.746)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(8.446.332)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	26.094.610
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	5.819.771
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	207.346
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	5.612.425
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar	(3.194.185)
Finansman Giderleri (-)	(15.079.763)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(15.079.763)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	13.640.433
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	456.702
Konusu Kalmayan Karşılıklar	20.836
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	435.866
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(3.396.782)
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(3.396.782)
DÖNEM KARI (ZARARI)	10.700.353
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	(1.537.921)
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	9.162.432

**Tesco Kipa A.Ş. Satın Alınma Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2003	31.12.2004
DÖNEN VARLIKLAR	81.272.656	94.787.582
Hazır Değerler	59.869.364	62.536.432
Kasa	808.641	2.356.685
Bankalar	59.059.290	60.179.747
Diğer Hazır Değerler	1.433	0
Menkul Kıymetler	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	680.522	1.686.409
Alıcılar	786.697	1.790.092
Alacak Senetleri	1.798	83
Verilen Depozito ve Teminatlar	11.064	25.185
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.629	1.549
Alacak Reeskontu (-)	(31)	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(121.635)	(130.500)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	82.259	173.509
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	82.259	173.509
Alacak Reeskontu (-)	0	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
Stoklar	17.781.118	25.423.131
Emtia	17.240.870	24.136.757
Diğer Stoklar	357.011	609.717
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
Verilen Sipariş Avansları	183.236	676.657
Diğer Dönen Varlıklar	2.859.393	4.968.101
DURAN VARLIKLAR	87.228.378	101.557.373
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	53.042	73.238
Alıcılar	0	0
Alacak Senetleri	0	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	53.042	73.238
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0
Maddi Duran Varlıklar	87.164.926	100.820.404
Arazi ve Arsalar	11.680.817	15.933.562
Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	985.375	1.650.152
Binalar	64.138.603	74.430.322
Makine, Tesis ve Cihazlar	16.669.350	18.969.229
Taşıt Araç ve Gereçleri	1.052.776	949.973
Döşeme ve Demirbaşlar	21.975.468	26.955.699
Diğer Maddi Duran Varlıklar	0	288.715
Birikmiş Amortismanlar (-)	(29.342.434)	(40.361.949)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	4.500	1.859.063
Verilen Sipariş Avansları	470	145.638
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	657.166
Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0

Haklar	0	657.166
Diğer Duran Varlıklar	10.411	6.565
AKTİF TOPLAMI	168.501.034	196.344.955
KISA VADELİ BORÇLAR	54.391.762	62.817.364
Finansal Borçlar	0	0
Ticari Borçlar	46.841.019	53.223.843
Satıcılar	47.218.117	53.988.059
Borç Reeskontu (-)	(377.098)	(764.216)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.847.168	2.002.347
Ortaklara Borçlar	33.535	16.387
İştiraklere Borçlar	0	0
Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
Ödenecek Giderler	581.251	143.039
Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	1.231.326	1.842.921
Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alc.	0	0
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	1.056	0
Borç Reeskontu (-)	0	0
Alınan Sipariş Avansları	771.419	884.592
Borç ve Gider Karşılıkları	4.932.156	6.706.582
Vergi Karşılıkları	3.811.491	4.223.739
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	1.120.665	2.482.843
UZUN VADELİ BORÇLAR	4.568.241	5.695.708
Finansal Borçlar	0	0
Ticari Borçlar	317.115	303.907
Satıcılar	0	0
Borç Senetleri	0	0
Alınan Depozito ve Teminatlar	317.115	303.907
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
Alınan Sipariş Avansları	1.308.652	818.742
Borç ve Gider Karşılıkları	2.942.475	4.573.059
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	2.942.475	4.573.059
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
ÖZKAYNAKLAR	109.541.030	38.711.640
Sermaye	11.810.664	11.810.664
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	10.563.316	10.563.316
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0
Yedekler	12.330.776	12.637.728
Yasal Yedekler	1.793.704	1.834.676
Statü Yedekleri	0	0
Özel Yedekler	0	0
Olağanüstü Yedek	10.329.153	10.566.356
Geçmiş Yıl Karları	207.919	236.696
Öz sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	74.016.836	89.120.243
Net Dönem Karı	819.439	3.699.932
Dönem Zararı (-)	0	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
PASİF TOPLAMI	168.501.034	107.224.712

GELİR TABLOSU (TL)	Enflasyona Göre Düzeltilmiş Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2003	31.12.2004
BRÜT SATIŞLAR	323.464.336	405.861.733
Yurtiçi Satışlar	313.918.755	388.511.567
Yurtdışı Satışlar	0	0
Diğer Satışlar	9.545.581	17.350.166
Satışlardan İndirimler (-)	(2.154.384)	(3.217.180)
Satıştan İadeler (-)	(127.219)	(296.871)
Satış İskontoları (-)	(2.027.165)	(2.920.309)
Net Satışlar	321.309.952	402.644.553
Satışların Maliyeti (-)	(267.226.771)	(330.741.376)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	54.083.181	71.903.177
Faaliyet Giderleri (-)	(55.186.881)	(72.362.631)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(9.962.238)	(17.601.542)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(45.224.643)	(54.761.089)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	(1.103.700)	(459.454)
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	14.700.496	18.167.596
İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	7.351.278	10.575.365
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	7.349.218	7.592.231
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(6.226.055)	(3.283.978)
Finansman Giderleri (-)	(311.350)	(1.764.713)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(311.350)	(1.764.713)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	7.059.392	12.659.451
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	666.862	1.062.828
Konusu Kalmayan Karşılıklar	15.021	23.392
Önceki Dönem Gelir ve Karları	8.404	2.002
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	643.437	1.037.434
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(738.946)	(1.368.659)
Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(235.740)	(16.465)
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(503.206)	(1.352.194)
Net Parasal Pozisyon Zararı	(2.270.458)	(4.429.949)
DÖNEM KARI (ZARARI)	4.716.850	7.923.671
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	(3.897.411)	(4.223.739)
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	819.439	3.699.932

**Konfrut Gıda A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2005	31.12.2006
DÖNEN VARLIKLAR	17.663.063	26.563.935
Hazır Değerler	145.295	135.648
Menkul Kıymetler (net)	258.042	134.476
Ticari Alacaklar (net)	937.601	1.997.922
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	90.404	288.448
Diğer Alacaklar (net)	879.240	148.054
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	15.218.821	23.794.650
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	133.660	64.737
DURAN VARLIKLAR	10.947.466	11.967.340
Ticari Alacaklar (net)	322	322
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0
Diğer Alacaklar (net)	0	0
Finansal Varlıklar (net)	1	1
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	10.925.619	11.942.352
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	21.524	24.665
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	28.610.529	38.531.275
KISA VADELİ BORÇLAR	19.082.935	26.717.909
Finansal Boçlar (net)	4.785.600	5.554.500
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	3.938.128	1.962.164
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	8.100.541	14.645.578
Alınan Avanslar	1.877.459	4.013.913
Devam Eden İnşaat Sözleşme Hakediş Bedelî (net)	0	0
Borç Karşılıkları	255.081	225.370
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	126.126	316.384
UZUN VADELİ BORÇLAR	298.609	317.242
Finansal Borçlar (net)	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0

Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	298.609	317.242
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	0	0
ÖZKAYNAKLAR	9.228.985	11.496.124
Sermaye	4.800.000	4.800.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	11.469.850	11.469.850
Hisse Senetleri İhraç Primleri	110.412	110.412
Hiss Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	11.359.438	11.359.438
Kar Yedekleri	170.814	170.814
Yasal Yedekler	86.069	86.069
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	84.745	84.745
Özel Yedekler	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0
Net Dönem Karı/Zararı	(1.725.248)	2.267.139
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(5.486.431)	(7.211.679)
PASİF TOPLAMI	28.610.529	38.531.275

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2005	Geçmiş 31.12.2006
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	20.390.526	34.109.266
Satışların Maliyeti (-)	(18.719.264)	(26.867.884)
Hizmet Gelirleri (net)	(10.072)	169.322
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	0	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.661.190	7.410.705
Faaliyet Giderleri (-)	(1.985.972)	(2.777.453)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	(324.782)	4.633.252
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	37.493	247.164
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(1.806.897)	(878.307)
Finansman Giderleri (-)	368.938	(1.734.969)
FAALİYET KARI/ZARARI	(1.725.248)	2.267.139
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	0	0
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	(1.725.248)	2.267.139
Vergiler	0	0
NET DÖNEM KARI/ZARARI	(1.725.248)	2.267.139
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	(0,36)	0,47

**Merko Gıda A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş (Konsolide)	Geçmiş (Konsolide Olmayan)
	31.12.2006	31.12.2007
DÖNEN VARLIKLAR	37.174.081	25.829.001
Hazır Değerler	1.640.966	889.930
Menkul Kıymetler (net)	0	0
Ticari Alacaklar (net)	9.932.300	6.016.228
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1.440.710	1.169.146
Diğer Alacaklar (net)	1.236.523	1.718.962
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	22.060.863	15.451.322
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacak (net)	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	862.719	583.413
DURAN VARLIKLAR	37.670.749	35.360.233
Ticari Alacaklar (net)	11.986	74.942
Finansal Varlıklar (net)	429.284	429.284
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	36.851.788	34.515.384
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	377.691	340.623
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	74.844.830	61.189.234
KISA VADELİ BORÇLAR	18.559.871	44.029.857
Finansal Borçlar (net)	3.521.823	20.898.363
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	1.546.158	8.487.554
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	11.746.669	12.445.432
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	177.242	9
Alınan Avanslar	682.251	1.324.223
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	0	0
Borç Karşılıkları	270.949	424.826
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	614.779	449.450
UZUN VADELİ BORÇLAR	40.478.691	5.140.103
Finansal Borçlar (net)	25.216.495	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	14.524.350	4.276.817

Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	737.846	863.286
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	85.006	0
ÖZKAYNAKLAR	15.721.262	12.019.274
Sermaye	27.150.000	27.150.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	21.003.034	21.003.034
Hisse Senetleri İhraç Primleri	796.841	796.841
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	20.206.193	20.206.193
Kar Yedekleri	24.705.742	24.702.403
Yasal Yedekler	256.040	256.040
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	322	0
Yeniden Değerleme Artış Fonu	24.446.363	24.446.363
Yabancı Para Çevrim Farkları	3.017	0
Net Dönem Karı/Zararı	(7.183.234)	(3.701.988)
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(49.954.280)	(57.134.175)
PASİF TOPLAMI	74.844.830	61.189.234

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş (Konsolide)	Geçmiş (Konsolide Olmayan)
	31.12.2006	31.12.2007
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	55.797.109	72.216.810
Satışların Maliyeti (-)	(49.805.650)	(67.210.270)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	3.773.419	3.099.722
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	9.764.878	8.106.262
Faaliyet Giderleri (-)	(11.204.605)	(13.257.237)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	(1.439.727)	(5.150.975)
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	63.829	75.676
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(1.582.326)	(1.612.217)
Finansman Giderleri (-)	(6.754.588)	2.986.901
FAALİYET KARI/ZARARI	(9.712.812)	(3.700.615)
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	2.618.401	226.729
Olağanüstü Giderler ve Zararlar	(82.198)	(58.970)
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	(3.375)	(111.344)
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	(7.179.984)	(3.644.200)
Vergiler	(3.250)	(57.788)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	(7.183.234)	(3.701.988)
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	(0,26)	(0,14)

Migros A.Ş. Satın Alınma Yılı Sonu Ayrıntılı Bilanço ve Gelir Tablosu

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2008
DÖNEN VARLIKLAR	1.649.980.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.094.331.000
Finansal Yatırımlar	0
Ticari Alacaklar	28.334.000
Diğer Alacaklar	415.000
Stoklar	491.974.000
Diğer Dönen Varlıklar	34.926.000
DURAN VARLIKLAR	1.246.276.000
Diğer Alacaklar	910.000
Finansal Yatırımlar	2.215.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	24.926.000
Maddi Duran Varlıklar	790.603.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	190.775.000
Şerefiye	234.466.000
Diğer Duran Varlıklar	2.381.000
AKTİF TOPLAMI	2.896.256.000
KISA VADELİ BORÇLAR	1.191.953.000
Finansal Borçlar	44.024.000
Ticari Borçlar	1.049.006.000
Diğer Borçlar	16.699.000
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	3.356.000
Borç Karşılıkları	13.898.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.970.000
UZUN VADELİ BORÇLAR	79.919.000
Finansal Borçlar	37.978.000
Diğer Borçlar	4.408.000
Kıdem Tazminatı Karşılığı	15.490.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	22.043.000
ÖZKAYNAKLAR	1.624.384.000
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.623.997.000
Ödenmiş Sermaye	178.030.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	(77.165.000)
Hisse Senetleri İhraç Primleri	18.854.000
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	17.031.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	462.896.000
Birleşmeye İlişkin İlave Özsermaye Katkısı	119.422.000
Geçmiş Yıllar Karları	643.450.000
Net Dönem Karı	261.479.000
Azınlık Payları	387.000
PASİF TOPLAMI	2.896.256.000

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş
	31.12.2008
BRÜT SATIŞLAR	
Satış Gelirleri (net)	5.073.746.000
Satışların Maliyeti (-)	(3.766.990.000)
BRÜT SATIŞ KARI	1.306.756.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(822.422.000)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(202.231.000)
Diğer Faaliyet Gelirleri	29.475.000
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(15.431.000)
FAALİYET KARI	296.147.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarındaki Paylar	0
Finansal Gelirler	195.398.000
Finansal Giderler (-)	(169.974.000)
VERGİ ÖNCESİ KAR	321.571.000
Vergi Gideri	(60.039.000)
- Dönem Vergi Gideri	(58.150.000)
- Ertelenmiş Vergi Gideri	(1.889.000)
NET DÖNEM KARI	261.532.000
Net Dönem Karının Dağılımı	261.532.000
Ana Ortaklık Payları	261.479.000
Azınlık Payları	53.000
HİSSE BAŞINA KAZANÇ (Kırş)	1,47

Petkim A.Ş. Özelleştirme Yılı Sonu Ayrıntılı Bilanço ve Gelir Tablosu

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş (Konsolide Olmayan)
	31.12.2008
DÖNEN VARLIKLAR	443.535.509
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.931.190
Finansal Yatırımlar	0
Ticari Alacaklar	224.886.667
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	0
- Diğer Alacaklar	7.104.700
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	97.045
Stoklar	173.987.038
Canlı Varlıklar	0
Diğer Dönen Varlıklar	9.528.869
(Ara Toplam)	443.535.509
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0
DURAN VARLIKLAR	1.254.757.401
Ticari Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	0
Finansal Yatırımlar	2.865
Maddi Duran Varlıklar	1.228.972.656
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.425.366
Şerefiye	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0
Diğer Duran Varlıklar	22.356.514
AKTİF TOPLAMI	1.698.292.910
KISA VADELİ BORÇLAR	251.315.642
Finansal Borçlar	28.849.143
Diğer Finansal Borçlar	0
Ticari Borçlar	133.846.844
Diğer Borçlar	0
- Diğer Borçlar	1.011.784
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	451.420
Finans Sektörü Faal.den Borçlar	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	34.499.536
Borç Karşılıkları	5.653.357
Diğer Yükümlülükler	47.003.558
UZUN VADELİ BORÇLAR	90.384.631
Finansal Borçlar	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	70.018.427

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	20.045.979
Diğer Yükümlülükler	320.225
ÖZKAYNAKLAR	1.356.592.637
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.356.592.637
Ödenmiş Sermaye	204.750.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	0
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1.282.102.283
Değer Artış Fonları	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	365.200
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	20.633.304
Net Dönem (Zararı) / Karı	(151.258.150)
Azınlık Payları	0
PASİF TOPLAMI	1.698.292.910

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden
	Geçmiş (Konsolide Olmayan)
	31.12.2008
BRÜT SATIŞLAR	
Satış Gelirleri (net)	2.320.432.985
Satışların Maliyeti (-)	(2.355.288.084)
Ticari Faaliyetlerden Brüt (Zarar) / Kar	(34.855.099)
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden brüt kar (zarar)	0
BRÜT (ZARAR) / KAR	(34.855.099)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(12.005.679)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(79.688.504)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(1.008.735)
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	33.157.137
Diğer Faaliyetlerden Giderler (-)	(36.885.790)
FAALİYET (ZARARI) / KARI	(131.286.670)
Finansal Gelirler	93.730.864
Finansal Giderler (-)	(119.722.617)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ (ZARARI) / KARI	(157.278.423)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	6.020.273
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	6.020.273
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM (ZARARI) / KARI	(151.258.150)
DÖNEM (ZARARI) / KARI	(151.258.150)
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	(0,7387)

**Petrol Ofisi A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2006	31.12.2007
DÖNEN VARLIKLAR	2.842.565.670	2.475.760.056
Hazır Değerler	647.146.167	404.538.084
Menkul Kıymetler (net)	0	0
Ticari Alacaklar (net)	1.284.150.267	1.181.194.723
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1.337.417	2.051.363
Diğer Alacaklar (net)	74.406.508	95.080.164
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	791.945.443	746.790.250
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	43.579.868	46.105.472
DURAN VARLIKLAR	3.186.254.068	3.310.412.101
Ticari Alacaklar (net)	7.733.272	7.124.452
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
Finansal Varlıklar (net)	135.892	135.892
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	2.230.454.638	2.230.454.638
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0
Maddi Varlıklar (net)	933.112.926	1.047.789.468
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	4.919.272	8.811.911
Ertelenen Vergi Varlıkları	246.384	562.830
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	9.651.684	15.532.910
AKTİF TOPLAMI	6.028.819.738	5.786.172.157
KISA VADELİ BORÇLAR	2.235.490.471	1.576.350.980
Finansal Borçlar (net)	144.214.989	20.425.659
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	111.645.163	77.578.846
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	5.910.756	5.992.374
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	1.442.230.653	949.745.526
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	9.549.421	11.872.555
Borç Karşılıkları	81.985.143	57.021.708
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	439.954.346	453.714.312
UZUN VADELİ BORÇLAR	1.446.788.769	1.559.290.918
Finansal Borçlar (net)	680.529.827	564.069.939
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	20.977.206	21.949.565
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	674.008.866	905.422.773
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	63.025	112.225
Borç Karşılıkları	8.980.650	10.714.909

Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	56.467.318	50.761.087
Diğer Yükümlülükler (net)	5.761.877	6.260.420
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	4.086.562	4.602.888
ÖZKAYNAKLAR	2.342.453.936	2.645.927.371
Sermaye	417.450.000	492.000.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	1.242.847.720	1.242.847.720
İlave Ödenmiş Sermaye	247.461.598	247.461.598
Hisse Senetleri İhraç Primleri	0	0
Hiss Senedi İptal Karları	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	995.386.122	995.386.122
Kar Yedekleri	49.569.471	66.187.364
Yasal Yedekler	50.772.707	60.419.761
Statü Yedekleri	0	0
Olağanüstü Yedekler	2.827.642	2.827.642
Özel Yedekler	2.976.458	2.976.458
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	(7.007.336)	(36.497)
Net Dönem Karı/Zararı	230.115.954	310.708.212
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	402.470.791	534.184.075
PASİF TOPLAMI	6.028.819.738	5.786.172.157

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2006	31.12.2007
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri (net)	13.699.843.201	13.414.365.662
Satışların Maliyeti (-)	(12.853.153.785)	(12.556.487.949)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	46.450.274	65.379.784
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	893.139.690	923.257.497
Faaliyet Giderleri (-)	(393.457.765)	(391.147.089)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	499.681.925	532.110.408
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	588.284.150	544.516.048
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(646.454.927)	(575.626.445)
Finansman Giderleri (-)	(177.556.064)	(41.978.725)
FAALİYET KARI/ZARARI	263.955.084	459.021.286
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	(1.066.801)	(516.326)
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	262.888.283	458.504.960
Vergiler	(32.772.329)	(147.796.748)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	230.115.954	310.708.212
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0,551	0,632

**Tire Kutsan A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

KONSOLİDE BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2007	Geçmiş 31.12.2008
DÖNEN VARLIKLAR	120.059.732	95.231.717
Hazır Değerler	3.814.151	1.266.109
Menkul Kıymetler (net)	329.287	0
Ticari Alacaklar (net)	68.011.600	56.886.922
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	188.149	462.039
Diğer Alacaklar (net)	1.104.299	0
Canlı Varlıklar (net)	0	0
Stoklar (net)	42.786.425	26.542.521
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3.825.821	10.074.126
DURAN VARLIKLAR	119.244.958	144.055.936
Ticari Alacaklar (net)	1.060	0
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0
Diğer Alacaklar (net)	0	3.286
Finansal Varlıklar (net)	867.692	0
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	3.817.534	4.000.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	3.206.915	3.206.915
Maddi Varlıklar (net)	108.317.942	119.581.515
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	212.964	623.302
Ertelenen Vergi Varlıkları	2.820.634	16.557.918
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	217	83.000
AKTİF TOPLAMI	239.304.690	239.304.690
KISA VADELİ BORÇLAR	101.493.973	174.676.128
Finansal Boçlar (net)	38.858.495	132.302.698
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	14.584.546	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	3.816.933	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	23.600.852	31.127.013
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	4.569.404	4.404.587
Alınan Avanslar	874.718	0
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	0	0
Borç Karşılıkları	7.872.781	3.308.797
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	7.316.244	3.533.033
UZUN VADELİ BORÇLAR	58.439.597	49.884.176
Finansal Borçlar (net)	31.165.460	44.860.055

Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	17.706.589	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç Karşılıkları	9.420.126	5.024.121
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	147.422	0
Diğer Yükümlülükler (net)	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	10.524	0
ÖZKAYNAKLAR	79.360.596	14.727.349
Sermaye	39.545.214	39.545.214
Sermaye Yedekleri	29.969.494	17.766.158
Kar Yedekleri	9.214.652	3.185.797
Net Dönem Karı/Zararı	333.904	(63.599.386)
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	297.332	17.829.566
PASİF TOPLAMI	239.304.690	239.287.653

KONSOLİDE GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş	Geçmiş
	31.12.2007	31.12.2008
BRÜT SATIŞLAR		
Satış Gelirleri	292.830.801	252.163.948
Satışların Maliyeti (-)	(238.283.518)	(217.502.824)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	398.727	
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	54.946.010	34.661.124
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon	0	0
BRÜT KAR/ZARAR	54.946.010	34.661.124
Faaliyet KARI/ZARARI	(50.118.871)	(70.901.746)
FAALİYET KARI/ZARARI	4.827.139	(36.240.622)
Özkaynak Yöntemiyle Değer. Yatırımların Kar/Zarardaki Payı	(656.472)	0
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	2.778.304	29.303.485
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	(6.844.460)	(60.240.237)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	116.328	(67.177.374)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	217.576	13.478.819
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI		(53.698.555)
DURDURULAN FAALİYETLER		(9.911.355)
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	333.904	(63.609.910)
Azınlık Payları	(11.817)	(10.524)
Ana Ortaklık Payları	322.084	(63.599.386)
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	0,008	0,016

**Türk Tuborg A.Ş. Birleşme Yılı Sonu ve Takip Eden Yıl Sonu Ayrıntılı
Bilançoları ve Gelir Tabloları**

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2001	Geçmiş 31.12.2002
DÖNEN VARLIKLAR	44.735.503	147.461.950
Hazır Değerler	45.459	16.281
Kasa	13.472	7.481
Bankalar	31.971	8.791
Diğer Hazır Değerler	16	9
Menkul Kıymetler	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	14.616.433	55.957.276
Alıcılar	15.299.413	56.654.853
Alacak Senetleri	0	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	107	107
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	27.303	12.706
Alacak Reeskontu (-)	0	0
Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(710.390)	(710.390)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	18.189.378	74.199.186
Ortaklardan Alacaklar	0	0
İştiraklerden Alacaklar	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	18.180.416	74.167.982
Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	8.962	31.204
Stoklar	8.151.842	10.395.749
İlk Madde ve Malzeme	4.360.767	4.110.582
Yarı Mamüller	1.584.409	4.272.424
Ara Mamüller	0	0
Mamüller	1.522.944	1.683.655
Emtia	0	0
Diğer Stoklar	625.208	577.237
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	(328.470)
Verilen Sipariş Avansları	58.514	80.321
Diğer Dönen Varlıklar	3.732.391	6.893.458
DURAN VARLIKLAR	22.414.793	78.379.635
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	1.795	44.045
Alıcılar	0	0
Alacak Senetleri	0	0
Verilen Depozito ve Teminatlar	1.795	44.045
Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	2.212.350	0
Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	2.212.350	0
Finansal Duran Varlıklar	815.917	27.923.917
Bağlı Menkul Kıymetler	40.000	0
Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
İştirakler	775.917	1.447.917
Bağlı Ortaklıklar	2.673.000	26.436.000
Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	(2.673.000)	0

Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	40.000
Maddi Duran Varlıklar	19.336.460	50.362.436
Arazi ve Arsalar	2.321	2.321
Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	240.362	368.870
Binalar	13.658.084	24.499.395
Makine, Tesis ve Cihazlar	7.325.843	26.429.542
Taşıt Araç ve Gereçleri	421.998	454.449
Döşeme ve Demirbaşlar	7.938.913	11.634.928
Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.493.567	6.629.577
Birikmiş Amortismanlar (-)	(14.130.538)	(19.891.848)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	157.072	151.067
Verilen Sipariş Avansları	228.838	84.135
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	48.271	49.237
AKTİF TOPLAMI	67.150.296	225.841.585
KISA VADELİ BORÇLAR	57.781.225	148.844.645
Finansal Borçlar	44.738.006	127.167.330
Banka Kredileri	43.435.022	126.995.074
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri	1.302.984	172.256
Ticari Borçlar	5.097.416	4.972.382
Satıcılar	4.003.917	3.878.302
Borç Senetleri	0	0
Alınan Depozito ve Teminatlar	1.093.499	1.094.080
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	7.903.585	15.737.863
Ortaklara Borçlar	1.371.343	5.051.653
İştiraklere Borçlar	0	0
Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
Ödenecek Giderler	12.784	26.105
Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	3.143.406	3.907.401
Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	102.140	0
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	3.273.912	6.750.704
Alınan Sipariş Avansları	22.981	626.760
Borç ve Gider Karşılıkları	19.237	342.310
UZUN VADELİ BORÇLAR	4.213.179	29.829.249
Finansal Borçlar	2.227.625	26.850.995
Banka Kredileri	2.227.625	26.850.995
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.985.554	2.978.254
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	1.985.554	2.978.254
ÖZKAYNAKLAR	5.155.892	47.167.691
Sermaye	11.255.625	17.680.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	9.999	17.507.295
Yeniden Değerleme Değer Artışı	7.052.898	21.018.554
Duran Varlıklardaki Değer Artışı	6.557.898	16.188.554
İştiraklerdeki Değer Artışı	495.000	4.830.000
Yedekler	749.108	749.108
Yasal Yedekler	386.494	386.494

Statü Yedekleri	0	0
Özel Yedekler	413	413
Olağanüstü Yedek	360.799	360.799
Maliyet Artış Fonu	1.402	1.402
Net Dönem Karı	0	4.124.172
Dönem Zararı (-)	(13.911.738)	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	(13.911.738)
PASİF TOPLAMI	67.150.296	225.841.585

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden	
	Geçmiş 31.12.2001	Geçmiş 31.12.2002
Brüt Satışlar	64.839.407	111.483.226
Yurtiçi Satışlar	59.106.748	104.734.830
Yurtdışı Satışlar	3.508.907	4.772.259
Diğer Satışlar	2.223.752	1.976.137
Satışlardan İndirimler (-)	(19.338.720)	(35.640.013)
Satıştan İadeler (-)	0	0
Satış İskontoları (-)	(138.427)	0
Diğer İndirimler (-)	(19.200.293)	(35.640.013)
Net Satışlar	45.500.687	75.843.213
Satışların Maliyeti (-)	(46.747.465)	(67.043.909)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	(1.246.778)	8.799.304
Faaliyet Giderleri (-)	(4.139.374)	(5.155.300)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(688.949)	(784.418)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(3.450.425)	(4.370.882)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	(5.386.152)	3.644.004
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	19.632.603	57.802.713
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	5.964.857	11.416.763
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	13.667.746	46.385.950
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(6.584.385)	(2.799.511)
Finansman Giderleri (-)	(21.106.286)	(56.963.051)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(20.188.623)	(55.187.719)
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(917.663)	(1.775.932)
FAALİYET KARI (ZARARI)	(13.444.220)	1.684.155
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	203.106	3.961.341
Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	2.673.000
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	203.106	288.341
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(670.624)	(521.024)
Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	(60.029)	(182.679)
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(411.879)	0
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(198.716)	(338.345)
DÖNEM KARI (ZARARI)	(13.911.738)	4.124.172
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	(13.911.738)	4.124.172

KAYNAKLAR

Kitaplar

AKAY, Hüseyin; **‘İşletme Birleşmeleri Muhasebesi’**, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997.

AKDOĞAN, Nalân; TENKER, Nejat: **‘Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri’**, Gazi Kitabevi, 10.Baskı, 2006.

AKGÜÇ, Öztin: **‘Finansal Yönetim’**, Genişletilmiş 6. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 63, İstanbul, 1994.

AŞIKOĞLU, Rıza: **‘Globalleşme Sürecinde Uluslararası Yönelimler’**, Dumlupınar Üniversitesi Yayınları, No: 2, Kütahya, 1993.

AYDIN, Nurhan: **‘İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği’**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını, Ankara, 1990.

BARNETT John H.; WILSTED William D.: **‘Strategic Management: Text and Concepts’**, PWS Kent Publishing Company, Boston, 1989.

BERK, Niyazi: **‘Finansal Yönetim’**, Türkmen Kitabevi, 2. Baskı, İstanbul.

BREALY, A. Richard; MYERS, Steward; MARCUS, Alan J.: **‘İşletme Finansının Temelleri’**, (Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), McGraw-Hill- Literatür Yayınları, İstanbul, 2001.

CEYLAN, Ali: **‘İşletmelerde Finansal Yönetim’**, Ekin Yayınları, Bursa, 2001.

COMPARE, J. Solomon: **‘Economics’**, Printice Hall, New Jersey, 1991.

ÇELİK, Orhan: '**Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**', Turhan Kitabevi, Ankara, 1999.

ÇETİNER, Ertuğrul: '**İşletmelerde Mali Analiz**', Gazi Kitabevi, 3. Baskı, 2000.

DEPAMPHILIS, Donald M.: '**Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions**', Elsevier Academic Press, St. Louis, 2008.

DİNÇER, Ömer: '**Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası**', Beta Basım, İstanbul, 2004.

EUGENE F. Brigham: '**Finansal Yönetimin Temelleri**', (Çev: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, No: 206, c. 2, Ankara, 1996.

GEDİKKAYA, Türkan; GÜRLER, Cihangir: '**Birleşmeler Ve Edinimler**', T.C. Merkez Bankası Yayını, Ankara, 1999.

HOSKISSON, Robert; HITT, Michael; IRELAND, Duane: '**Competing for Advantages**', Thomson South-Western Co., Ohio, 2004.

JAMISON, D. B.;SITKIN, S. B.: '**Corporate Acquisitions: A Process Perspective**' Academy of Management Review, Ocak 1986.

JOHNSON, Hazel: '**Mergers and Acquisitions**', Redwood Boks, England, 1999.

LUFFMAN, George ve Diğerleri: '**Business Policy: An Analytical Introduction**', Basil Balckwell Ltd., London, 1987.

MUTLU, Esin; **'Uluslararası İşletmecilik'**, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2005.

PATRICK, A. Gaughan: **'Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings'**, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 4. Baskı, 2007.

PEUROUSE, E. T.: **'The Theory Of The Growth Of The Firm'**, Basil Blackwell, London, 1963.

SABUNCUOĞLU, Zeyat; TOKOL, Tuncer: **'İşletme I- II'** Furkan Ofset, Bursa, 1997.

SARIKAMIŞ, C.: **'Şirket Birleşmeleri'**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003.

STACEY, Nicholas: **'Mergers In Modern Business'**, Hutchinson Co. Ltd, London, 1970.

TÜSİAD, **Avrupa Birliği Şirket Birleşmeleri Yönetmeliği**, Tüsiad Yayınları, Aralık 1998.

ÜLGEN, Hayri; MİRZE, Kadri: **'İşletmelerde Stratejik Yönetim'** , Literatür Yayınları, İstanbul, 2004.

WETSON, J. F.; EUGENE F. Brigham: **'Essential of Managerial Finance'**, The Dreyden Press, Hercourt Brace Collage Publishers, Florida, 1973.

YOUNG, Stephan; WHEELER, Colin; DAVIES, Richard: **'International Market Entry and Development'**, Prentice Hall, New Jersey, 1989.

YÜKÇÜ, Süleyman; Diğerleri: **'Finansal Yönetim'**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999.

Makaleler

AYDIN, Nurhan: '**İşletmelerin Dışsal Büyümleri: Birleşme, Satın Alma Ve Konsolidasyon**', Eskişehir Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, Kasım 1986, s. 201- 202.

ANSLINGER, Patricia; COPLAND, Patricia: '**Growth Through Acquisitious: A Fresh Look**', Harvard Business Review, January- February 1996, s. 130.

CLARK, Peter J.: '**Beyond The Deal Optimizing Merger and AcquisitionValue**', Harper Business, New York, 1991, s. 97- 122.

COULTARD, Frank: '**Merger But Not An Acquisiton**', Circuit World, Aralık 2000, Sayı 26, s. 84.

FINKLESTEIN, Sydney: '**Cross Border Mergers and Acquisitions**', Dartmouth College Press, s. 4,
http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/syd.finkelstein/articles/Cross_Border.pdf. (09.04.2008), 02.03.2009.

İMANOĞLU, Nevin: '**Birleşme ve Devralmalarda Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Uygulamaları**', İMKB Aylık Konferans Notları, İstanbul, 08.04.1999, s. 34.

İSMAİL, Ertürk: '**Şirket Birleşmeleri**', Sermaye Piyasası Dergisi, Ağustos 1986, Sayı 90, s. 28.

KEŞİŞOĞLU, Nerses; GÜMÜŞLÜ, Gökhan: '**Finansal Hizmetler Sektöründe Şirket Birleşmeleri: Global Bir Bakış Açısı**', Active, Mart- Nisan 2003, s. 1, www.activefinans.com, (04.02.2009).

Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, **Mergerstat Review**, 1989, s. 11.

SÖYLEMEZ, Alev: **'Yeni Ekonomide Rekabet ve Rekabet Politikaları'**, Perşembe Konferansları 16, Rekabet Kurumu, Ankara, 2001, s. 83- 104.

Yararlanılan Tezler

BURÇKİN, Emre: **'İşletmeler Arası Birleşmelerde Tümdeğerleme'** Marmara Üniversitesi S.B. E. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 1984.

DİYARBAKIRLIOĞLU, Z. Nursel: **'Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama'**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Muhasebe-Finansman Anabilimdalı, 1996.

ÇOLAK, Mustafa, **'Şirket Birleşmeleri ve Rekabete Etkileri'**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, 2006.

KANDEMİR, Tuğrul: **'Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satınalmaların İşletmeler Üzerinde Finansal Etkisi ve İMKB'deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma'**, Afyon Kocatepe Üniversitesi S.B.E. Doktora Tezi, 2003.

KARA, Tansel: **'Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşmeleri'**, İstanbul Üniversitesi Uluslararası İşletmecilik Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

KIM, K. H.: **'Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry'**, Ph.D. Thesis, Department of Hospitality and Tourism Management, Virginia Polytechnic Institute and State University. 1998.

KUL, Neslihan Karataş: **'Küreselleşmenin Şirket Birleşmeleri Açısından Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama'**, Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2006.

ONAT, Osman K.: '**Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi**', Süleyman Demirel Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Isparta 2006.

ŞENVER, Ali: '**Accounting for Business Combinations: A Turkish Perspective**' Boğaziçi Üniversitesi S.B.E., Doktora Tezi.

YÜCEL, Mehmet: '**Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları Üzerine Bir Çalışma**', Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2001.

YELKENÇİ, Bilge: '**Ulusal ve Uluslar Arası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama**', Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, 2006.

YÖRÜK, U.: '**Şirket Birleşmeleri**', Bitirme Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu, İstanbul, 2002.

YÜCEL, Mehmet: '**Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları Üzerine Bir Çalışma**', Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2001.

Diğer Kaynaklar

DPT, **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, Ankara, 2000.

Ekonomi Ansiklopedisi, Paymar Yayınları, İstanbul, 1984.

İnternet Kaynakları

<http://www.hazine.gov.tr/dyd/tablolari/2008aralik.xls>, (24.03.2009).

<http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm>, (30.04.2009)

<http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, (30.04.2009).

<http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=kararliste>, (15.04.2009).

<http://www.rekabet.gov.tr/dosyalar/belgeler/belge76/Belge1.pdf>, (24.03.2009).

<http://www.tcmb.gov.tr/seykor/2008-2/index.htm>, (01.04.09).

Türk Dil Kurumu, <http://tdkterim.gov.tr/bts>, (10.03.2009).

UNCTAD, Cross-Border M&A database (www.unctad.org/fdistatistics), (12.01.2009).

UNCTAD, **Trade and Development Report 2002**, <http://stats.unctad.org/fdi/eng/tableviewer>, (14.04.2009).

UNCTAD, **World Investment Report 2004**, (www.unctad.org/fdi), (25.03.2008).

UNCTAD, **World Investment Report 2005**, (www.unctad.org/fdistatistics), (25.03.2008).

UNCTAD, **World Investment Report 2008**. (www.unctad.org/fdistatistics), (25.03.2008).

UNCTAD, **FDI/TNC database** (www.unctad.org), (25.03.2009).