

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME
ANABİLİM DALI

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİ ve BİRLEŞMELERDE
PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK DEĞER
TAŞIYICILARI**

Yüksek Lisans Tezi

Berk ÖZSAYIN

Ankara-2007

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME
ANABİLİM DALI

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİ ve BİRLEŞMELERDE
PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK DEĞER
TAŞIYICILARI**

Yüksek Lisans Tezi

Berk ÖZSAYIN

Tez Danışmanı
Doç.Dr.Orhan ÇELİK

Ankara-2007

TEZ ÖZETİ

Günümüz ekonomisinde küreselleşmenin bir sonucu olarak pazarlar ulusal boyuttan çıkıp uluslararası bir hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak artan rekabete ayak uydurmak, yeni fırsatları değerlendirmek ve uluslararası pazarlara açılarak karlarını arttırmak isteyen şirketler için birleşme ve satın almalar en iyi fırsat haline gelmiştir.

Çalışmamın birinci bölümünde şirket birleşmeleri üzerine genel bilgiler verilmiştir. Birleşme çeşitleri ve birleşme, satın almalar ile ilgili genel bilgiler verildikten sonra birleşme nedenlerinde başlayan süreç, birleşmenin planlanmasına, finansmanına ve sonuçlanmasına kadar anlatılmıştır.

Şirket birleşmelerinin ciddi bir oranda artması sonucu olarak şirketlerin değerlendirilmesi de büyük önem taşıyan olgulardan biri haline gelmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise şirketlerin performansını ve değerini etkileyen değer taşıyıcılarından bahsedilmiştir. Değer taşıyıcıları kavramı anlatıldıktan sonra performans ölçütleri ortaya konmaya çalışılmıştır. Özellikle finansal olmayan performans ölçütlerine değinilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise şirket birleşmeleri ve şirketlerin değerini etkileyen değer taşıyıcıları incelendikten sonra uluslararası bir birleşme olan Finansbank – National Bank of Greece birleşmesi incelenmiştir. Konu uygulama çalışmasında bankaların birleşmesini etkileyen değer taşıyıcıları ve birleşme sonrası değer taşıyıcıları ortaya konmaya çalışılmıştır.

ABSTRACT

Consequence of globalisation, in today's economy domestic markets become international markets. As a result of this, in order to continue activities in increasing competition, companies choose to merge to increase their profits and also to broaden international markets.

In the first part of the thesis, general information about company mergers is given. After merger types and general information about mergers and acquisitions, the process starting with merger reasons, planning of merger, financing and consequences of merger is described.

As a result of serious increasing in company mergers, valuing of companies also gains importance. In the second part of thesis, company's performance and value drivers that effect company values are mentioned. After value drivers are comprehended, performance measures tried to be explained. Particularly non-financial performance measures are mentioned in the work.

In the third part of thesis, after examination of company mergers and value drivers that effect company values, an international acquisition, Finansbank – National Bank of Greece is studied. In the mentioned study, value drivers that effect the acquisition and the value drivers of the new bank tried to be explained.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ

BÖLÜM I

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

	Sayfa No.
A. Şirket Birleşmeleri Hakkında Genel Bilgiler	1
1. Birleşmenin Tanımı	1
2. Şirketlerin Büyümesi	3
3. Büyüme Türleri	4
a) İçsel Büyüme	5
b) Dışsal Büyüme	5
4. Şirket Birleşmelerinin Türleri	8
a) Yatay Birleşme	9
b) Dikey Birleşme	10
c) Karma Birleşme	10
5. MBO (Management Buy-Out)	11
a) MBO Tanımı	11
b) Başarı Kriterleri	12
c) MBO Süreci	13
d) MBO Sonuçları	14
6. Sınır Ötesi Şirket Birleşmeleri	15
7. Şirketleri Birleşmeye Yönelten Nedenler	16
a) Sinerji Etkisinden Yararlanma	17

b) Ölçek Ekonomisinden Yararlanma	18
c) Finansal Nedenler	20
d) Çeşitlendirme ile Riskin Azaltılması	21
e) Vergi Yasalarının Sağladığı Avantajlar	22
f) Gelir Artışı Sağlamak	24
g) İyi bir Yönetime Sahip Olmak	25
h) Rekabette Avantaj Sağlama	25
i) Yeni Pazarlara ya da Sektörlere Girerek Avantaj Sağlamak	26
j) Psikolojik Nedenler	27
B. Birleşmenin Gerçekleşmesi ve Sonuçları	28
1. Birleşme Kararı	28
2. Birleşmenin Planlanması	29
a) Strateji ve Politikaların Belirlenmesi	30
b) Çevre Analizi	31
3. Birleşmeye Aday Şirketlerin Araştırılması ve Seçimi	32
a) Birleşecek İşletmenin Araştırılması	32
b) Birleşecek İşletmenin Seçiminde Kullanılabilecek Kriterler	33
4. Belirlenen Şirket ile Görüşmeler	35
5. Birleşmenin Finansmanı	36
6. Birleşmenin Sonuçları	38

BÖLÜM II:
BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK
DEĞER TAŞIYICILARI

A. Değer Taşıyıcılar	41
1. Değer Taşıyıcıları Kavramı	41
2. Genel Değer Taşıyıcıları	46
a) İçsel Değer Taşıyıcılar	47
b) Dışsal Değer Taşıyıcılar	50
B. Birleşmelerde Performans Ölçütleri	57
1. Performans Ölçütleri	57
2. Birleşmede Performans Ölçümü	69
3. Değer Yaratma	73

BÖLÜM III:

BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK DEĞER TAŞIYICILARIN

UYGULANMASINA YÖNELİK BİR ÖRNEK UYGULAMA

FİNANSBANK - NATIONAL BANK OF GREECE

A. Örnek Olayın Amacı ve İzlenen Yöntem	77
1. Örnek Olay Şirketlerin Tanıtımı	79
a) Finansbank A.Ş.	
b) National Bank of Greece	80
2. Türkiye Bankacılık Sektörü	81
B. Finansbank – NBG Birleşmesinde Değer Taşıyıcılarının Değerlenmesi	87
1. Finansbank – NBG Birleşmesinde Etkili Olan Performans Ölçütleri	87
a) Birleşmede Etkin Rol Oynayan Finansal Performans Ölçütleri	87
b) Birleşmede Etkin Rol Oynayan Finansal-Olmayan Performans Ölçütleri	89
2. Bankacılık Sektörü Değer Taşıyıcıları	91
3. Birleşme Sonrası Bankanın Değer Taşıyıcılarının Değerlenmesi	94
SONUÇ	97
KAYNAKÇA	100
KISALTMALAR CETVELİ	105

GİRİŞ

Küreselleşme olgusu kapsamında, ülke ekonomileri diğer konulardan çok daha hızlı hareket etmiştir. Globalleşen ekonomiler, içinde bulundurdıkları firmaları esnek, dinamik ve gelişmelere açık hale getirmeye zorunlu kılmıştır. Haberleşme ve ulaşımın kolaylaşması, kârlılığın temel olduğu finansal piyasalar için fırsat görülen pazarlara hızla hareket etmeyi sağlamıştır. Bunların sonucu olarak oluşan yeni rekabet koşullarına uyum sağlamaya çalışan işletmeler sadece ulusal pazarlar ile yetinmeyip uluslararası pazarlara açılmaya başlamıştır.

Günümüzde ise artık ulusal pazarlar ile uluslararası pazarlar birbirine sıkı bir şekilde entegre olmuş, dünyanın herhangi yerinde bir sektörde yaşanan olumlu veya olumsuz etkenler, diğer pazarları etkilemeye başlamıştır. Bu etkileşime en iyi örnek finansal piyasalardır. Son yıllarda özellikle gelişmiş ülkelerin ekonomilerindeki çalkantılar, gelişmekte olan ülkeleri direkt etkilemekte, eskiden ulusal değerler üzerine hareket eden finansal piyasalar artık uluslararası değerler üzerine pozisyon almaktadır.

Dünya ekonomisinin bu derece etkileşim içinde olduğu günümüzde, yüksek kar olanağı gören bütün işletmeler için uluslararası pazarlara hareket kolaylaşmış, şirket birleşmeleri ile de yeni pazarlarda kolaylıkla faaliyet gösterme fırsatı bulmuşlardır. Uluslararası sermaye hareketleri sonucunda oluşan yeni rekabet koşulları ulusal pazarlardaki şirket birleşmelerini de arttırmış, hem ulusal hemde uluslararası şirket birleşmelerinde son yıllarda patlama olmuştur.

Oluşan yeni dünya ekonomisinde şirket birleşmeleri veya evlilikleri bir diğer olgunun önemini arttırmıştır. Şirketlerin değerinin belirlenmesi, uzun ve zor olan

birleşme sürecinde önemli bir yer almıştır. Şirketlerin değerlenmesinde finansal performans ölçütlerinin önemi kadar, finansal olmayan performans ölçütlerinin önemi stratejik birleşmeler kapsamında artmıştır. Şirketlerin finansal performans ölçütleri ile değerlenmesi zor olsa da, finansal olmayan değerlerin defter değerine katılması çok daha zordur. Bu noktada şirketlerin değerlerinde rol oynayan değer taşıyıcıları günümüz ekonomisinde önem kazanmıştır.

Değer Taşıyıcıları kavramı şirketin değerini etkileyebilecek faktörler olarak özetlenebilir. Bir değer taşıyıcısı, bir şirketin bulunduğu ortamı yansıtan bir değişkendir ve bu değişken yoluyla şirketin stratejisi ya da performansı ölçülebilmektedir. Şirketlerin değerinin doğru belirlenmesi bir birleşmenin başarı ile sonuçlanmasında en önemli etkidir diyebiliriz. Çalışmamızda birleşmelerde şirket değerlemesinde performans ölçütü olarak değer taşıyıcılarının incelenmesi ve belirlenmesi amaçlanmıştır.

Çalışmamız üç bölümde hazırlanmış, birinci bölümde şirket birleşmeleri kuramsal olarak incelenmiştir. Şirketleri birleşmeye yönelten nedenlerin ortaya konması amaçlanmış, birleşmenin planlanması, finansmanı ve sonuçlanmasına kadar olan süreç incelenmiştir. Birleşmenin başarı ile tamamlanması için her bir adımın iyi planlanması ve organize edilmesi gerekir. Şirketlerin değerlenmesinde performans ölçütü olarak değer taşıyıcılarının belirlenmesi önemli bir süreç olarak belirlenmiş ve bir sonra ki bölümde incelenmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde birleşmelerde, şirketlerin değerlenmesinde, performans ölçütü olarak değer taşıyıcıları incelenmiştir. Değer taşıyıcıları kavramının kuramsal olarak incelenmesi amaçlanmış, soyut-somut, evrensel ve sektörel değer

taşıyıcıları belirtildikten sonra, finansal olmayan, fiziksel olmayan yeni performans ölçütlerinden söz edilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde ise, kuramsal incelemelerin bir örnek olay ile pekiştirilmesi amaçlanmıştır. Küresel rekabetin en yoğun olduğu sektörlerden, finansal piyasalardan bir birleşme örneği olan Finansbank – National Bank of Greece birleşmesi incelenmiştir. Bankacılık sektörünün değer taşıyıcılarının belirlenmesi ve birleşmenin gerçekleşmesinde, stratejik rol oynayan bankaların değer taşıyıcıları ile birleşme sonrası yeni yapının değer taşıyıcılarının belirlenmesi amaçlanmıştır.

BÖLÜM 1

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

A) ŞİRKET BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

1- BİRLEŞMENİN TANIMI

Rekabetin çok yoğun yaşandığı günümüzün global ekonomisinde, işletmelerin gelişmesi ve büyümesi için stratejik bir davranış olan şirket birleşmeleri, iki veya daha fazla işletmenin tek bir bütün duruma gelmesi olarak ifade edilebilir.

Geniş tanımıyla ise şirket birleşmeleri, iki firmanın bir araya gelerek bütünleşmesi sonucu, işletmelerin birinin faaliyetine devam edip, diğerinin faaliyetini ve varlığını sonlandırması olarak adlandırılmaktadır.

Yabancı literatürde, şirket birleşmeleri karşılığında “merger”, “acquisition” ve “consolidation” sözcükleri kullanılmaktadır. Bu sözcükler ekonomik olarak aynı sonucu doğurmakla beraber, farklı yöntem ile birleşmeleri ifade etmekte ve farklı şekilde tanımlanmaktadırlar. Gerek yabancı, gerekse Türkçe literatürde pek çok yazar tarafından şirket birleşmeleri ile ilgili yapılan tanımlamalarda, farklı unsurlar ön plana çıksada hepsi birleşmenin iki veya daha fazla şirketin biraraya gelmesi anlamına odaklanmaktadır. Bu çalışmada genel bir ifade ile “birleşme” sözcüğünün kullanılması öngörülmüştür.

Yabancı literatürde Şirket Birleşmeleri, “merger”, “acquisition” ve “consolidation” olarak adlandırılmaktadır. “Merger” farklı büyüklüklerde olan şirketler arasında yapılan anlaşma sonucu, büyük şirketin küçük şirketle birleşip, küçük şirketin varlığını sona erdirmesi olarak tanımlanmaktadır. “Acquisition”, şirket satınalmayı ifade etmek için kullanılmakta, “consolidation” ise iki şirketin anlaşarak yeni bir şirket oluşturması, ikisinin eski tüzel kişiliklerini sona erdirmesi olarak kullanılmaktadır.¹

Bir başka tanımla Şirket Birleşmeleri; işletmenin mevcut faaliyetlerini geçmişte olduğu gibi sürdürdüğü taktirde, satış ve karlar bakımından erişeceği hedeflerden daha yüksek hedeflere ulaşabilmek için, başka işletmelerin kurulmuş ve çalışmakta olan ürün ve hizmetlerini satın alma veya onlarla birleşme yolunu tercih etmesidir.²

Genel olarak şirket birleşmelerinde beklenti, varlığını devam ettirecek işletmenin veya yeni kurulacak işletmenin, işletmelerin bireysel olarak değerlerinden birleşerek daha yüksek bir değer elde etmektir. Şirketlerin ömründe önemli bir dönüm noktası olan birleşmelerde, beklentiler stratejik hedefler ve finansal nedenler olarak ikiye ayrılabilir. Çalışmanın devamında sözkonusu nedenler ayrıntıları ile açıklanacaktır.

Birleşme, şirketlerin büyüme yollarından biridir. Şirketler içsel veya dışsal yolla büyüyebilir, şirket birleşmeleri ise işletmenin büyüme yöntemlerinden dışsal büyüme ile ilgilidir. Birleşme ile, kaynak kullanımında etkinliğin sağlanması, yeni teknolojilerin kullanılması ve büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağlayacağı avantajla rekabet ortamına ayak uydurulması amaçlanmaktadır.

¹ Nurhan Aydın, “İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği”, **TOBB Yayın**, No: Genel 150; Ar-Ge 62, Ankara, 1990, s. 10.

² Nicholas A. H. Stacey, **Mergers in Modern Business**, 1996, London, s. 80

2- ŞİRKETLERİN BÜYÜMESİ

Büyüme işletmeler için vazgeçilmez bir olgudur. İşletmeler devamlılıklarını sağlamak için büyümeyi hep planlamak ve sürekliliklerini sağlayabilmek için büyümek zorundadırlar. Büyüme için başvurulabilecek en etkili yöntemlerden birisi de birleşmelerdir. Büyüme sadece işletmeler için değildir, aslında şirketi yönetenlerin yani insanların doğasında yatan kişisel bir davranış biçimidir. Yöneticilerin doğasında bulunan büyüme, refah düzeyini arttırma, şirketlerinde vazgeçilmez bir hedefi haline gelmiştir. Bu hedef aynı zamanda ülke kaynaklarının daha verimli kullanılabilmesi ve büyüyen, güçlenen özel sektör ile ülkenin refah düzeyinin arttırılması açısından da önem teşkil etmektedir.

Şirketleri büyümeye yönelten sebepler kısaca; hızlı pazar değişiklikleri, teknolojik gelişmeler, bölgesel entegrasyonların oluşumu, rekabet ortamının giderek yoğunlaşması, ölçek ekonomilerinden faydalanma, çalışanların daha büyük işletmelerde çalışmaktan duyacakları psikolojik tatmin ve nitelikli personel alımı olarak sıralanabilir.

Şirketler büyüme ile, yeni teknolojiler elde etme , kârlarını çoğaltma, risklerini azaltma, işletmenin değerini arttırmayı amaçlamaktadırlar. Bu amaçlar arasında risklerin azaltılması, şirketin değerini arttırmadan ayrılıp, stratejik bir amaç olarak değerlendirilebilir. İşletmeler büyüme stratejisi izleyerek ürün farklılaştırılmasını daha

rahat gerçekleştirebilirler. Bu şekilde işletmeler farklı ürünleri üretim programlarına olarak işletme risklerini azaltabilirler.³

Ekonomik açıdan bütün firmaların ilk amacı kârlarını maksimize etmektir. İşletme biliminin bakış açısıyla ise işletmelerin amacı pazar değerlerini maksimize etmektir. Aslında ikisinin de ortada birleştiği nokta, şirket sahiplerinin, halka açık bir şirket ise hisse senedi sahiplerinin gelirlerini maksimize etmektir. Bu amaç uğrunda işletmeler birçok strateji planlar, büyüme ise bu stratejilerin vazgeçilmez olanlarından biridir.

Günümüzde globalleşen ekonomiyle birlikte artan uluslararası rekabete dayanabilmek, pazar değerlerini arttırabilmek ancak büyüme ile sağlanabilecektir. İşletmeler büyümeyi bütün organlarında gerçekleştirip, sadece kapasitelerini artırmakla yetinmeyip, üretim ya da hizmet yelpazelerini de genişletmektedirler.

İşletmeleri büyümeye mecbur kılan temel sebep ekonomik olsa da, psikolojik etkenler de şirketlerin büyümesinde gözardı edilemeyecek bir rol oynamaktadır.

3-BÜYÜME TÜRLERİ

Gerek ekonomik gerekse psikolojik açıdan önem taşıyan şirketlerin büyüme eğilimi için, işletmeler genel olarak iki türde büyüme stratejisi izlerler. Bunlar içsel büyüme ve dışsal büyümedir.

³ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, İstanbul, 1995, s. 62.

a) İçsel Büyüme

İçsel Büyüme, işletmelerin normal çalışmalarının sonucunda elde ettikleri veya dış kaynaklardan sağladıkları fonları yeni projelere yatırarak sağladıkları büyümelerdir.⁴ İçsel büyümede şirketler kendi olanaklarını kullanırlar, bu yüzden içsel büyümeyi planlamak ve uyarlamak daha kolay olur.

b) Dışsal Büyüme

İşletmeler yalnız kendi yarattıkları olanaklarla büyüme yerine, diğer işletmeleri kısmen ya da tamamen satın alarak veya diğer işletmeler ile çeşitli şekillerde işbirliğine giderek de byebilirler, bu tür büyümeye dışsal büyüme denir.

şirketler içsel veya dışsal büyümeye karar verdikten sonra da dışsal büyüme içinde belirlemeleri gereken bir strateji vardır. Başka şirketlerle işbirliğine girmenin çeşitli yolları vardır. Bunlar:

1- Faaliyetlerin Birleştirilmesi ve Tam Kontrol Olmamakla Birlikte Trstleşme Yönünde İşbirliğini Sağlayıcı Yollar

i- Protokol

İşletmeler piyasada daha güçlü olmak için aralarında yaptığı anlaşmalardan birisi “protokol”dr. Protokol genellikle güven üzerine ve sözlü olarak yapılır ve hukuksal açıdan bir zorlayıcılığı olmaz. Bu nedenle çok fazla kullanılmamaktadır.

⁴ Dan R. Dalton ve Kesner F. Idalere, “Organizational Growth: Big is Beautiful”, **The Journal of Business Strategy**, S.1 summer 1985,s.38.

ii- Kartel

Kartel, bağımsız tüzel kişilik sahibi firmaların aralarında rekabete son vermek veya rekabeti sınırlı tutmak amacıyla yaptıkları bir anlaşmadır. Kartellerin etkinliği, anlaşmaya giren firmalar grubunun piyasaya yön verebilecek güce sahip olmasına bağlıdır. Fiyatların yükselmesine, üretimin daralmasına ve tekelleşmeye neden olması, bazı ülkelerde kamu otoritesinin kartelleşme hareketlerine müdahale etmesine yol açmaktadır.⁵

iii- Çıkar Grupları

Çeşitli işletmelerin hisse senetleri belirli bir grubun elinde toplanmakla beraber bu grup genellikle aile üyelerinden veya birbirine çok yakın kişilerden oluşur. Grubun amacı tek bir hedefe ulaşmak için ayrı ayrı işletmeleri yönetmektir.

iv- Yönetim Kurulu Üyelerinin Aynı Kişilerden Oluşması

İki veya daha fazla işletmenin yönetim kurullarını aynı kişilerin oluşturması durumunda, ayrı ayrı işletmelerde birleştirilmiş bir politika uygulanır. Bu yol tröstleşme açısından önemli olduğu için, çeşitli konularla önlenmeye çalışılmaktadır.

2- Bağımsızlıklarını Koruyan Birimlerin Oluşturdukları Büyüme

i- Tröstler

Anglo-Sakson ülkelerinde tröstler, işletmelerin hukuksal bağımsızlıklarını koruyup, ekonomik bağımsızlıklarını kaybederek oluşturdukları işbirliği şekli olarak tanımlanmaktadır. Tröstler, ticari veya sınai işletmelerin piyasada daha güçlü olabilmeleri, daha çok kâr sağlamak amacıyla gerek mali ve gerekse yönetim

⁵ TBB, Mart 1997, Sayı 20, s. 2.

bakımından daha büyük kuruluşlar haline gelmeleridir. Tröstler, tekelleşmeye yol açtığı için çeşitli ülkelerde kanunlarla engellenmiştir.

ii- Holdingler

Holding şirketleri, üretim ve satış türü faaliyetlerde bulunmayan, belli bir faaliyet alanı olan şirketlere iştirak eden, ve genellikle böyle şirketlerin büyük ortağı durumunda olan anonim şirketlerdir. Holding şirketlerinin kuruluş ve varoluş nedenleri birden çok şirkete iştirak etmek ve bu şirketleri yönlendirmek veya kontrol etmek olduğundan, sermaye şirketleri sınıfında bulunmaktadır. Holding şirketlerinin sahipleri genellikle birçok şirketin sahibi oldukları için, bu paylarını holdinglere devrederler ve bu yolla o şirketlerin yönetimlerini tek elde toplarlar.

Holding işletmeler, büyüklüğün sağladığı çeşitli üstünlüklerden yararlanırlar ve ülkede sermaye birikimi sağlayarak, sermaye pazarlarının gelişmesinde önemli rol oynarlar.⁶

3- Bağımsızlığı Ortadan Kaldıran Büyüme

Dışsal büyüme yöntemi ile şirket birleşmesine karar veren işletmeler, mevcut şirketin nev'ini korumayarak, bağımsızlığını ortadan kaldırarak büyüme yoluna gidebilirler. Söz konusu büyüme, birleşme ile yeni bir işletme kurma, satınalma ve devralma olarak 3 şekilde olabilir.

i) Birleşmeler:

Birleşme, iki ayrı işletmenin tüm varlıklarını ve borçlarını ortak çıkarları doğrultusunda yeni bir işletme ile devam ettirmesidir.⁷

⁶ İlhan Cemalcılar ve Diğerleri, **İşletmecilik Bilgisi**, s.78.

⁷ Ben Moshe, **Essential of Corporate Finance**, U.S.A. 1987, s.609.

ii) Satınalmalar:

Satınalmalar, tam bir bütünleşme şeklinde olmayıp, iki alternatif şekilde gerçekleştirilebilirler:⁸

Eğer alıcı olan işletme satıcı olan işletmenin hisse senetlerini satın alacak olursa, “hisse senedi satın alması” gerçekleşmiş olur.

Varlık satın alınmasında ise alıcı şirket, satıcı şirketin sadece varlıklarını “direkt” satın almış olur.

iii) Devralmalar:

Bir işletmenin ihtiyacı doğrultusunda, küçük olan başka bir işletmenin aktiflerini satın alarak doğrudan veya dolaylı bir şekilde birleşmesidir.⁹

4- ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TÜRLERİ

Büyüme yolu olarak birleşmeyi seçen işletmelerin birleşmeyi hangi yönde yapacakları, işletmenin amaçlarına, özelliklerine, ekonomik koşullara ve faaliyette bulunulan ülkenin yapısına göre farklılık gösterir.

Literatürde en çok kabul gören sınıflandırma, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Federal Ticaret Komisyonu (FTK)’nun yapmış olduğu sınıflandırmadır. Bu sınıflandırmada birleşmeler, yatay (horizontal), dikey (vertical) ve karma (conglomerate) olarak gruplandırılmıştır.¹⁰

⁸ Ben Moshe, a.g.e.; s.609.

⁹ Levent Varlık, “Şirket Evlilikleri”, **İşletme ve Finans**, S.40,Ağustos 1989, s.23.

¹⁰ Ezra Solomon ve J. John Pringle: **An Introduction to Financial Management**, 2. Baskı, California 1980, s.690.

a) Yatay Birleşme:

Aynı veya benzer ürünlerin üretim veya satışını yapan iki veya daha fazla işletmenin birleşmesidir.¹¹

Yatay birleşme genellikle, üretim ve dağıtımda ölçek ekonomilerinden yararlanma ve pazar gücünün arttırılması için yapılmakta, rekabetin gözardı edilerek ekonomik gücün tek bir elde toplanması amaçlanmaktadır. Böylece ortaya aynı konuda çok daha güçlenmiş bir işletme çıkmış olur.¹²

Eğer yatay birleşme, birleşen işletmelerin Pazar güçlerinin artması ile sonuçlanır ve rekabeti kısıtlayıcı etki yaratır ise, bu birleşme antitröst yasalarının yaptırımını ile karşılaşabilir.¹³

Yatay birleşmeler ile birleşen işletmelerin sağlayacağı faydalar şöyledir:¹⁴

Araç, gereç ve makinalarda ihtisaslaşma; böylece bir araç ya da makinenin tüm zamanı ve gücü belirli bir ürüne ayrılabilir.

Pazarlamadan tasarruf sağlanması; mallar veya hizmetler en yakın üretim birimlerinden teslim edilebilir. Böylece taşıma maliyetlerinden tasarruf sağlanabilir. Reklam ve satış çabaları birleştirilerek etkinlik arttırılabilir.

Üretim veya pazarlamada benzerlikler; bir işletmedeki ileri üretim teknolojisinin veya pazarlama faaliyetlerindeki etkinliklerin diğer işletmeye transferi kolaylıkla sağlanabilir.

¹¹ Kares, Peter ve Longstreet J.R: **Mergers and Acquisitions**, C. Heyel, USA, 1982, s. 692.

¹² Longman Group: **Financial Management**, Cooperation Association of Certified Accountants, U.K 1990, s.239.

¹³ Dilek Parlayan, “Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi**, 2002, Ankara, s.25.

¹⁴ Aydın, a.g.e., s. 11.

Rekabetin azaltılması; yatay birleşmelerde, birleşmeden önce işletmeler aynı faaliyet alanında çalışmaları nedeniyle, doğal olarak rakip işletmelerdir. Böyle bir rekabetin ortadan kaldırılmasında birleşmeye gitme sık başvurulanan yollardan biridir.

b) Dikey Birleşme:

Herhangi bir malın ya da hizmetin üretiminden satışına kadar farklı aşamalarında faaliyette bulunan işletmeler arasında yapılan birleşmelerdir. Bu tür birleşmelerde, işletmeler arasında alıcı-satıcı ilişkisi ya da aynı ürünlerin farklı aşamalarında faaliyette bulunan işletmeler söz konusudur.¹⁵

Dikey birleşme, bir işletmenin geriye doğru kendisine girdi sağlayan işletmelerle ya da ileriye doğru kendi ürününü satın alan işletmelerle birleşmesi olarak ifade edilebilir.¹⁶

Geriye doğru birleşmede sağlanan yararlar iki kategoride incelenebilir: Birincisi, girdilerin istenen miktarda elde edilmesinin kontrol edilebilirliğidir. İkincisi ise, işletmenin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdilerin, kendi yapısında daha az maliyetle üretiminin sağlanabilirliğidir.¹⁷

c) Karma Birleşmeler:

“Ekonomik Çeşitlendirme” olarak da adlandırılan karma birleşmeler, değişik faaliyet alanlarına en kısa sürede girmenin bir yoludur.

Birbirleriyle yatay veya dikey herhangi bir ilişkisi bulunmayan farklı alanlardaki iki veya daha fazla işletmenin birleşmesi “karma birleşme” olarak tanımlanır.¹⁸

¹⁵ Aydın, a.g.e., s. 11.

¹⁶ Milford B. Green, **Mergers and Acquisition: Geographical and Spatial Perspectives**, Routledge Inc., New York , 1990, s. 19.

¹⁷ Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s. 21.

¹⁸ Varlık, a.g.e., s.23.

Karma birleşmede, çeşitlendirme yapılarak riskin dağıtılması ve daha istikrarlı kazanç elde edilmesi amaçlanır. Bu tür birleşmeler ile, sermaye çeşitli alanlara daha hızlı ve etkin bir şekilde dağıtılmakta, sermaye yatırımları daha rasyonel yapılmakta ve bunlarla beraber daha kalifiye personele iş olanağı sağlanabilmektedir.

5- MBO (MANAGEMENT BUY-OUT)

a) MBO Tanımı

MBO, şirket yönetim kadrosunun, işletmenin tamamını yada bir bölümünü satın almasıdır.¹⁹ Teklif ya sahipten, ya yönetimden yada yatırımcıdan yönetime gelebilir, genellikle yönetim yeni bir şirket kurar.

Tüm dünyada artan rekabet baskısı, şirketlerin risk alma istek ve toleransını düşürmektedir, ana faaliyet alanlarına dönmeye zorlamaktadır. Bu yaklaşım girişimci-odaklı büyüme stratejilerine sahip şirket yönetimlerinin elini bağlamaktadır. MBO, bu yaklaşıma sahip yönetimler için ilk girişimcilik macerası olma fırsatı verir, yatırım arayan bol miktarda fon, süreci fazlasıyla tahrik edip tetiklemektedir.²⁰

Başlangıç yapısı doğru kurgulanmış olan MBO'lar, olası performans düşüşlerinde borç ödeyebilme yeteneğini kaybetmemeyi garanti edebilmektedir. Bunun sağlanması durumunda yönetim önemli kazanımlar edinir ve risk düzeyi düşer.

¹⁹ Yasemin Zeybek, **Borçalanarak Gerçekleştirilen Şirket Satın Almaları**, SPK, Ankara, 1996, s. 11.

²⁰ Erhan Engür, **The Emergence and Development of Management Buy-Out and Their UK Implications**, Capital Markets Board, 1997, s. 3.

MBO’da hissedar, yönetim ve finansörün farklı beklentileri vardır. Hissedar, büyük kurumun etkenlerinden arınarak yüksek verimlilik hedefler. Başarısız alanlardan çıkarak, bu alanlara destek vermekten kurtulmayı ve daha hızlı büyümeyi amaçlar.

Yönetim ise, şirketin geleceğini kendi iradesiyle belirleme isteği ve daha yüksek gelir elde etme fırsatı olarak görür. Aynı zamanda şirketin varlığı için son seçenek olduğunu düşünür.

Finansör ise, yeni kurulan bir şirkete yatırım yapıp, olası başarıdan yüksek gelir elde etmeyi hedefler.

b) Başarı Kriterleri

MBO kapsamında başarı kriterinin en önemlisi yönetimdir. Güvenilir ve dengeli bir yönetim takımı, ekibin birlikte çalışabilme, ortak vizyona sahip ve gerektiğinde birbirlerini yedekleyebilmeleri önemlidir.

CEO, ekibi bir arada tutmasıyla ve tecrübesiyle, CFO ise iş, süreç ve finansman tecrübesi ile bilgi talebine hızlı cevap verebilmesiyle önemli yerleri bulunmaktadır. Teknik ekip ve pazarlama ekibi ise portföy bilgisi ve kâr odaklılığı ile MBO’larda önemli yer almaktadırlar.

Yönetici, “Yöneticilikten” “patronluğa” geçiş sürecini dikkatlice hazırlanmak, artan sorumluluk ve yeni sorunlara hazırlıklı olmalıdırlar. MBO için genel, teknik ve finansal başarı kriterleri aşağıda belirtilmektedir.²¹

- Finansörlere düzenli ödeme yapabilecek yeterli nakit ve kâr yaratabilme.
- Grup içi cirolara yada az sayıda müşteriye bağımlı olmamak.
- İşin sürekliliğini sağlayacak olan finansal, destek, pazarlama, ar-ge gibi fonksiyonları sürdürebilme.
- Yeni sermaye maliyetine göre operasyonları tekrar değerlendirmek.
- Uygun Finansman Modeli.

c) MBO Süreci

MBO temel olarak 4 ana süreçten oluşur; Satış bedeli, işlem maliyetleri, banka kredileri, işletme seymayesi gereksinimleri.²²

MBO’da en kritik hata, şirket için ederinden fazla bir bedel üzerinden anlaşmaktır. Şirketin devrinden sonra başarılı bir performans gösterilse bile, bu maliyet MBO’nun başarısız olmasına sebep olabilir. Şirket değerlemesi kesin bilimsel ölçeklerle yapılmadığından, yönetimin şirketi ve pazarı satıcıdan daha iyi bildiği için daha gerçekçi bir fiyat konusunda ısrarcı olması gerekir.

Şirket yönetiminin, MBO sonrası öngörülen nakit akışını iyi planlaması en önemli hususlardan biridir. Nakit akışının borç ödeme sürelerine uygun olması gerekmektedir. Öngörülen nakit akışının gerçeğe yakınlığı, sürecin ne kadar sancılı geçeceğini belirlemektedir.

²¹ Meteksan Sistem, “MBO Nedir”, Ankara, 2007, s. 11.

²² Engür, a.g.e., s. 28.

Şirketin finansman durumu, süreçte büyük önem teşkil etmektedir. Yabancı kaynak kullanımı yüksek olan şirketlerde, faiz oranı ve teminat yapısı, MBO sonrası olası değişikliklerde, süreci etkileyebilecektir.

MBO sürecinde diğer bir önemli nokta şirketin sermayesidir. Yönetimin, şirketin sermaye yapısını MBO sürecinde güçlü tutmasını sağlayacak öngörüyü yapması önemlidir. Ekonomideki, sektördeki dalgalanmalar karşısında, olası nakit akışındaki sorunlar karşısında yeterli sermaye sürecin başarı kriterlerinden biri olacaktır.

d) MBO Sonuçları

MBO sürecinde rol alan oyuncular öncelikle, hissedar ve çalışanlar olmak üzere müşteriler, rakipler ve iş ortaklarından oluşur. Hissedara MBO teklifinin yönetim ekibi tarafından yapılması, hissedarları tedirgin edebilir. Hissedar “satma”, yönetim “alma” konusunda samimi ise “açık bir iletişim”, “aracı kurumun performansı” ile sürecin mümkün olan en kısa sürede bitirilmesi ve başarı ile sonuçlanmasında önemli rol oynayacaktır.

Müşterilere doğru zamanda ve doğru içerikle bilgilendirme yapılması, güven kaybına uğranmamasına neden olacaktır. Çalışanların ise küçülme beklentisi tedirginliği doğru yönetilmelidir. İş ortaklarına, işbirliğinin istendiği gibi sürebilmesi, vade opsiyonlarının devam etmesi, rakiplerin menfi çabalarını da hesaba katarak olası bir “güven” sorununun dikkate alınması gerekmektedir.

Yukarıda belirtilen kriterlere gerekli önem verilmesi ve süreçlerin doğru yönetilmesi sonucunda, MBO’da başarılı sonuçlar elde edilebilecektir. MBO sürecinin başarılanması yönetimin profesyonel ve finansal olarak ödüllendirelebilecek, yüksek motivasyonla

Çalışanların yönetime dahil olmasını sağlayacak, 2.ci bir MBO için örnek teşkil edecektir.

6- SINIR ÖTESİ (CROSS-BORDER) şİRKET BİRLEşMELERİ

Son yıllarda şirket birleşmelerinde en göze çarpan eğilimlerden biri, farklı ülkelerdeki birleşmeyi içeren sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin hacmi ve leğinin artmasıdır.²³

lkeler arası mal, sermaye ve emek hareketlerinin serbestleşmesi sürecine küreselleşme denir. Küreselleşme hareketleri sonucunda, dünyanın küçüldüğü şeklinde ortak bir görüş ortaya çıkmıştır. Dünyanın küçüldüğü düşünülürse, işletmeler tüm dünyayı üzerinde daha fazla iş potansiyeline sahip olmaktadır. Artık çoğu işletme tüm dünyayı pazar olarak görmektedir. Buna ek olarak, insanların birbirleriyle iletişimlerinin daha ucuz ve kolay hale gelmesi, farklı kültürleri birleştirmeye başlamış ve bunun sonucu olarak ürünlerin uluslar arası pazarlarda satılabilmesi ve tüm dünyada bilinen ürünler haline gelmesini engelleyecek unsurlar ortadan kalkmaya başlamıştır. Bu eğilimlerin sınır ötesi şirket birleşmelerinin sayısını ve hacmini azaltması beklenir. Çünkü ulusal pazarda faaliyet gösteren başarılı bir işletme, artık tek başına uluslararası pazarlara açılmada başarılı olabilir.

Oysa sınır ötesi birleşmelere bakıldığında durumun böyle olmadığı, aksine sınır ötesi birleşmelerin sayısının ve miktarının hızlı bir biçimde arttığı görülmektedir.

²³ Thomas Copeland, T. Koller ve J.Murrin, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Second Edition, John Wiley and Sons, Inc., New York, 1999, s.23.

Bu eğilimin en önemli sebebi, dünyada hızla artan ve sertleşen rekabet ortamında başarı sağlayabilmek için işletmelerin kendilerini “büyük” olmak zorunda hissetmelerinden kaynaklanmaktadır. Çünkü bugünkü rekabet koşullarında işletmelerin tek başlarına fiyatları arttırmaya güçleri yetmemektedir.²⁴

Büyüme ve rekabette güçlenme amacıyla uluslararası ya da ülkelerarası sınırların ötesine geçebilen şirketlere Uluslar-Ötesi Şirket denmektedir.²⁵ Çalışmada incelenecek, uygulamada bu örneğe yakın olan Yunan NBG(National Bank of Greece) ve Finansbank birleşmesi olacaktır. NBG Balkanlar’da birçok ülkede banka satın almış olup uluslararası bir şirket olmuştur. NBG’nin amacı büyümek ve kârını arttırmak iken, birleştiği daha küçük bankaların amacı sektörün bugünkü rekabet koşullarına ayak uydurmaktır. Fiyatlamaların çok büyük önem taşıdığı bankacılık sektöründe maliyetlerini aşağıya çekmek ve fiyatlamalarını iyileştirmektir.

7- ŞİRKETLERİ BİRLEŞMEYE YÖNELTEN NEDENLER

Büyüme, işletmelerin başarılarını kanıtlamada ve varlıklarını devam ettirmede, başarmak zorunda oldukları önemli bir faktördür.

İşletmeler yeni tesisler kurarak ve yeni pazarlar yaratarak büyümek yerine, ekonomik nedenler veya riskten korunmak ve güçlerini arttırmak amacıyla başka işletmelerle birleşerek büyümeyi tercih edebilirler.

²⁴ Çelik, a.g.e., s.23.

²⁵ Dr. Fethi Gürün, **Globalleşme ve Çokuluslu Şirketlerin İnsan Kaynakları Yönetimine Etkileri**, KAMU-İŞ, Ankara, 2001, s. 17.

Birleşen şirketler, birbirlerinin yatırım, üretim, pazarlama gibi alanlarda sahip oldukları üstünlüklerinden yararlanarak, rakiplerine karşı daha güçlü olabilirler.

Büyümek zorunda olan işletmelerin, neden birleşme yolunu seçtikleri konusunda, literatürde pek çok nedenler sayılmaktadır. Bu nedenlerin başlıcaları aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır:

a) Sinerji Etkisinden Yararlanma

Birleşmelerde sinerji, birleşme ile elde edilen değerin onun parçalarının toplamından daha büyük olması ile meydana gelmektedir.

Birleşme sonucunda şirketler risklerini azaltarak hisse senedi sahipleri için reel faydalar sağlayabileceklerini umdukları zaman birleşeceklerdir. Bu faydalar genel olarak “sinerji” (synergy) olarak tanımlanmaktadır.²⁶

Sinerji etkisi, şirketlerin pazarlama, tedarik, üretim, finansman , yönetim ve diğer işletme faaliyetlerine yönelik olarak görülebilir.

Pazarlama sinerjisi, çeşitli ürünlerin satış ve dağıtımında varolan dağıtım kanalları, promosyon ve diğer tanıtım faaliyetleri ve satış elemanlarından yararlanma şeklinde görülür. Bu durum, hem pazarlama biriminin verimliliğini arttırmakta hem de yatırımlar ve giderler yönünde önemli tasarruflar sağlamaktadır.

Tedarik sinerjisi, yeni bir ürünün üretimine geçilmesinde, işletmenin taşıma kapasitesinin, mevcut depo ve personelin kullanılmasıyla ortaya çıkmaktadır.

Üretim sinerjisi, mevcut ürünün geliştirilmesi veya yeni bir ürünün üretilmesinde mevcut teknolojik bilginin ve mevcut makine parkının kullanılmasıyla oluşur.²⁷

²⁶ E.J. McInaney, **Business Finance for Decision Makers**, Second Editions, Pitman Publishing, Inc. London 1994, s. 351.

Finansal sinerji, birleşen işletmelerin finansal olanaklarının bir araya gelmesiyle meydana gelmekte olup yeni bir ürünün, mevcut ürünlerin üretimini ve mevcut üretimin fon durumunu etkilemesi finansal sinerji ile ilgilidir.²⁸

Yönetim sinerjisi, işletmenin yeni bir faaliyet alanında ortaya çıkabilecek sorunlarının mevcut organizasyon yapısı ile çözümlenmesini sağlayan bir etkidir.

Birleşmenin yönlerine göre sinerji etkisi, genellikle yatay ve dikey birleşmelerde meydana gelir. Karma birleşmelerde ise, sinerji etkisinden yararlanma daha sınırlıdır.

Yatay birleşmelerde sinerji etkisi, dağıtım kanallarının daha etkin kullanılması, promosyon ve diğer tanıtım giderlerinden tasarruf sağlanması şeklinde görülmektedir.

Dikey birleşmelerde sinerji etkisi, yeni teknolojilerin elde edilmesi ve üretimi çeşitlendirme olanaklarının genişlemesi ile piyasayı kontrol gücünün artması ile ortaya çıkmaktadır.²⁹

b) Ölçek Ekonomisinden Yararlanma

Ölçek ekonomileri, bütün üretim faktörlerinin (girdilerin) eşit orandaki değişimleri sonucunda, ürün (çıktı) düzeyinde meydana gelen değişikliklerin şeklini gösterir.³⁰

Birleşme ile büyük ölçekte faaliyette bulunma, mevcut üretim araçlarının daha verimli kullanılmasını veya âtil durumda olanların da üretime katılmasını sağlayacaktır. Ayrıca birleşen işletmeler, daha büyük kapasiteye sahip olmalarına karşılık daha az

²⁷ Ali Akdemir, “İşletmelerin Sinerjik Yönetimi”, **Kütahya İ.İ.B. Yıllığı**, 1992, s. 105.

²⁸ Tamer Müftüoğlu, **İşletme İktisadı**, Ankara, 1989, s.23.

²⁹ Beyza Oba Furman, “Stratejik Yönetim Çerçevesinde Uluslararası Şirket Birleşmeleri”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.İ.F.**, Ankara, 1989, s..39.

³⁰ Ekonomi Ansiklopedisi, **Paymar Yayınları**, İstanbul 1984, s.1060.

sayıda üretim aracını kullanarak, daha fazla ürün elde etmek suretiyle ölçek ekonomilerinden faydalanabilirler.³¹

Ölçek ekonomileri genellikle şu etkenlerden doğar:³²

- Ar-ge faaliyetlerinin daha etkin şekilde yürütülmesi,
- Yetenekli yönetici ve personel çalıştırma olanaklarının arttırılması,
- Büyük ölçekte üretimde bulunmanın maliyetler üzerindeki olumlu etkisi,
- Riskin azaltılması,
- Firmanın değerlendirilmesinde piyasa kapitalizasyon oranının düşmesi.

Ölçek ekonomilerden yararlanma, özellikle yatay birleşmelerde gerçekleşir. Yatay birleşmeler ile işletmeler, pazar paylarının arttırılmasını ve rekabetin azaltılmasını amaçlarlar.³³ Dikey birleşmelerden sağlanan ölçek ekonomileri üretim süreci üstünde denetimin artması biçiminde ortaya çıkar. Bunun için işletme satış yaptığı müşterisi ile birleşir.

Karma birleşmeler de ise, büro yönetimi, muhasebe, mali denetim, yönetici geliştirme ve üst düzey yönetim gibi merkezi hizmetlerin paylaşılmasından doğan ölçeğin getirdiği ekonomik yararlar vardır.³⁴

İşletmeler büyürken ölçek ekonomileri giderek azalan yararlar sağlamaya başlar ve belli bir büyüklükten sonra sabit veya ölçeğe göre azalan getiri durumuna geçilir. Bu

³¹ Akgüç, a.g.e., s. 737-738.

³² Akgüç, a.g.e., s.c861-862.

³³ Aydın, a.g.e., s. 205.

³⁴ İsmail Ertürk, “Şirket Birleşmeleri”, **Para ve Sermaye Piyasası**, yıl 8, S.90, İstanbul 1986, s.30.

sebeple ölçek ekonomilerinden yararlanılması, büyümenin belli bir sınırdan tutulmasını gerektirir.³⁵

c) Finansal Nedenler

İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi, birleşmeye giren işletmelerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden daha yüksek olmaktadır. Borç verenler açısından risklilik derecesi düşmüş olduğundan, daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir.³⁶

Hızlı büyüyen işletmeler büyümelerini finaslama da güçlüklerle karşılaşabilirler. Bu işletmeler büyümelerini durdurmak yerine, düşünülen büyümeyi finaslama için gerekli olan likiditeyi, bu imkana sahip başka işletmelerle birleşerek elde edebilirler.³⁷ Atıl nakit mevcutları bulunan işletmeler de bu biçimde büyüyerek, likiditesini kullanmak suretiyle çıkar sağlayabilirler.

Birleşme sayesinde, ayrı ayrı sağlayacakları finansman imkanlarını birleştirerek daha kolay ve uygun şartlarda ve daha büyük miktarlarda fon sağlama olanağına sahip olabilirler. Birleşen işletmelere büyüklükleri nedeniyle güven artar, bu da riski azaltır. Riskin azalması daha düşük faizle borçlanmayı olanaklı kılar. Birleşme finansal güçlüğü olan bir işletmenin kârlılığını artırır ve iflas riskini önemli ölçüde azaltır.³⁸

³⁵ Melih Baş, “Şirket Büyümlerine Finansal Bir Bakış: Özellikli Birleşmeler”, **Verimlilik Dergisi**, S.1., 1990, s. 45.

³⁶ Ertürk, a.g.e., s. 28.

³⁷ Aydın, a.g.e., s. 19.

³⁸ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1990, s. 347.

d) Çeşitlendirme ile Riskin Azaltılması

Çeşitlendirme, herhangi bir işletmenin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısının arttırılmasını ifade etmektedir.³⁹

Riskin çeşitlendirme yolu ile azaltılması işletme birleşmelerinin sebeplerinden biridir. Özellikle karma birleşmeler ile işletmeler kendi sektörlerinin dışındaki alanlarda faaliyet göstererek, dönemsel durgunluklardan daha az etkilenebilirler.⁴⁰ Pek çok işletme birleşmelerinde çeşitlendirme, kazançlardaki ya da satışlardaki tutarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanılmaktadır.

Doğal olarak çeşitlendirme ile işletmelerin belirli bir alanda uzmanlaşma derecesi düşecektir. Günümüz ekonomisi her ne kadar uzmanlaşmayı gerektirse de firmalar konularında uzmanlaşırken aynı zamanda ürün çeşitliliği ile riski dağıtmayıda gerekli görmektedirler. Tek bir mamül ile mevsimsel ve dönemsel dalgalanmalardan etkilenebilen şirketler, ürün gamını genişleterek tek bir mamülden kaynaklanacak söz konusu riskleri dağıtmayı hedeflemektedirler. Tek bir ürün üretim sürecinde belirsizlikler daha fazladır ve yapılan yatırımlarda zarar etme olasılığı daha yüksek olmaktadır.⁴¹ Bütün bu sebepler yeni bir mamül üretmeyi ve bunu riskli bulan şirketleri birleşmeye yöneltmektedir.

Çeşitlendirme ile sermaye dağılımında ve yönetiminde etkinlik arttırılabilir. Fakat, bu her çeşitlendirmenin şirketlerin birleşmesi ile saydığımız olumlu etkileri kazandıracağı kesin değildir. Çeşitlendirme ile firma ortaklarına fayda katacağı kesin

³⁹ Solomon ve Pringle, a.g.e., s. 695.

⁴⁰ Aydın, a.g.e., s.16-17.

⁴¹ Akgüç, a.g.e., s. 701.

olmamakla beraber ortakların hisse senedi portföylerini çeşitlendirmesi ile de sağlanabilir.⁴² Şirket birleşmelerinin maliyetli olduğuda göz önünde bulundurulmalıdır.

e) Vergi Yasalarının Sağladığı Avantajlar

Bir çok birleşmelerin en önemli nedeni, vergi avantajlarından yararlanmaktır. Vergi yasalarında belirlenen koşullara uygun olmak üzere, birikmiş zararları olan işletmeler, kârlı bir işletme ile birleşerek zararlarını mahsup etme olanağına sahip olurlar. Diğer taraftan kârlı işletmelerin de, ödemek zorunda oldukları vergilerden kaçınmak için zarar eden işletmelerle birleştikleri ya da işletme satın alma yoluna gittikleri sıkça görülmektedir.

Varlık satışından doğan kazançlar, firmanın ticari kazancının bir parçası olarak değerlendirilerek Kurumlar Vergisi'ne tabi olacaktır.⁴³ Bununla beraber satıcı firma hissedarları satıştan sonra vergi sonrası kârı firmanın kâr dağıtımını yapması halinde alacaktır. Söz konusu firma ancak kâr yaratabildiği takdirde, hissedarlara kâr dağıtımını olacaktır, dolayısıyla kâr dağıtımını satış kazancının ciddi bir vergi yükünden sonra ortakların şahsi mal varlığına dahil olabilecektir.

İşletmeleri birleşmeye götüren diğer bir neden de, kârın ya da zararın ileriye ve geriye aktarılabilmesidir. Birikmiş zararlar nedeniyle gelecek yılların kârlarından indirim yapma olanağına sahip bir işletme, kârlı bir işletme ile birleşerek, zarar indirimi

⁴² J.M. Samuels, F.M. Wilkes, R.E. Brayshaw, **Management Of Company Finance**, 6th Edition, Chapman & Hall Inc., London, 1995, s. 866.

⁴³ PricewaterhouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetler, **Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**, İnfomag Yayıncılık, 2006, s. 14.

sebebiyle, vergi kanunlarının öngördüğü sınırlar içerisinde, birleşmenin sağlayacağı kârlar üzerinden vergi ödemek olanağını elde edebilir.⁴⁴

Ülkemizde, özellikle son yıllardaki ekonomik koşulların etkisiyle de başarısızlığa düşen işletmelerin birleşmelerinin teşvikine yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Kurumlar Vergisi Kanunu’nun, 8. Maddesinin 14. Bendi ile, Kurumlar Vergisi Kanunu’na göre, yapılan devirlerde (satın almaları) fesh edilen kurumun devir öncesi son bilançosunda görülen indirimi yapılmamış zararları devralan (satın alan) kurumca beyan edilen kurum kazancından indirilmesine imkân tanınmıştır. Kurumlar Vergisinde öngörülen şartlar çerçevesinde yapılan devirlerde, fesh edilen kurumun devir öncesi son bilançosunda görülen zararlar devralan kurumca beş yıl içinde kurum kazancından indirilecektir. Kazancın yeterli olması halinde ise, bu zararın daha kısa sürede indirilmesi mümkün olabilmektedir.⁴⁵

Birleşmelerde genellikle birleşmeden doğan kârın vergilendirmesi ileri ki yıllara devredilmekte, çoğu zamanda vergilendirilmemektedir.⁴⁶ Vergi avantajları, çoğu birleşmeye karar aşamasında önemli bir rol oynamakla beraber, neden olduğu durumlarda gözardı edilemez. Vergi ödemek yerine kârlı bir yatırım fırsatı bulan yöneticiler için birleşme, satın alma önemli bir kaynaktır.

⁴⁴ Akgüç, s.742.

⁴⁵ “5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, Yürürlükteki Kanunlar Külliyatı”, cilt 2, **Başbakanlık Yayını**, Ankara 1988, s.2043-2070.

⁴⁶ Eugene F. Brigham, **Finansal Yönetim Temelleri**, (Çev: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan), Cilt 1, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No:206, 1996 , s. 134.

f) Gelir Artışı Sağlamak

Şirket birleşmelerinin bir nedeni de, birleşme ile daha fazla gelir yaratılmasıdır. Bu, pazarlama kazançlarından ve Pazar gücünden kaynaklanmaktadır. Artan gelirler, pazarlama kazançlarından, stratejik faydalardan ve pazar gücü elde edilmesinden kaynaklanabilir.⁴⁷ Şirketlerin temel amacı olan kârı maksimize etmenin iki temel faktörü vardır; Biri satışlarını arttırmak yada harcamalarını azaltmak, diğeri ise birleşme ile gelir artışı sağlamak hedeflenmektedir.

Pazar Kazançları: Rekabetin orta seviyede olduğu pazarlarda şirketler birleşerek pazar kazançlarını arttırabilirler. Şirket sayısının çok fazla olduğu pazarlarda bu çok mümkün olmasada, çalışmada incelenecek örnek de pazar kazancının önemi büyük olacaktır. Birleşme ile müşterilere verilen hizmetin iyileştirilmesi ve müşteri sayısının arttırılması üzerinde odaklanmış olabilir. Yeni müşteriler elde etmek, pazarlama kazançları elde etmeye odaklanmış birleşmenin temel nedenidir.⁴⁸ Finansbank bu hedefe ulaşmada kendine en uygun olacak şirketi belirlemede söz konusu kriter büyük önem teşkil etmiştir.

Stratejik Faydalar: Ekonomik kazançlar kadar stratejik kazançlar içinde birleşme örnekleri çok fazladır. İşletme, birleşme yoluyla stratejik faydalar gerçekleştirebilecekse, birleşmeyi standart yatırım olanaklarına tercih eder.⁴⁹ Her ne kadar işletmelerin amacı kârlarını arttırmak olsa da bu amaç doğrultusunda stratejik kararlar da almak

⁴⁷ Stephen A. Ross, R. W. Westerfield, J. F. Jaffe, **Corporate Finance**, Richard D. Irwin Inc., Boston, 1993 op.cit., s.835.

⁴⁸ Çelik, a.g.e., s. 56.

⁴⁹ Çelik, a.g.e., s. 56.

zorundadırlar. İlk aşamada alternatif maliyeti yüksek de gözüксе gelecek zamanda kazancının yüksek olacağına inanan yöneticiler stratejik yatırımlara önem veriler.

g) İyi Bir Yönetime Sahip Olmak

İşletmeler, yeniden yapılanmalarını gerektiren pazar koşullarında veya teknolojik değişmelerle karşı karşıya kaldıklarında, durumun gereklerini yerine getirebilecek yönetim kadrosuna sahip olmaları gerekir.

Büyük yeteneklere sahip yöneticiler bulma ve istihdam etme olanakları kısıtlı olan işletmeler için, bu özelliklere sahip olan işletmelerle birleşmek büyük avantajlar sağlayabilecektir.⁵⁰

Yönetim sorunlarına sahip işletmeler iki seçenekle karşı karşıya kalacaktır; ya mevcut organizasyon ve yönetimle aşamalı bir durgunluğu kabullenerek faaliyetlerini devam ettirecekler ya da yeterli yönetime sahip işletmeler ile birleşerek büyüme şansını devam ettirecektir. Aslında iyi bir yönetime sahip olmak, günümüzde yeni pazarlara girmek ile paralel sayılabilir, aynı zaman da yeni pazarlara girerek alınan şirketlerde konusunda uzmanlaşmış yöneticilerinde profesyonelliklerinden faydalanılmaktadır.

h) Rekabette Avantaj Sağlama

Birleşmelerin bir amacı da, rekabetin sınırlandırılması ile daha karlı ve verimli çalışma şartlarının oluşturulmasıdır. Aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılacak birleşmeler, rekabetin azaltılması açısından önemlidir. Birleşen işletmeler toplam arzın daha büyük kısmına sahip olarak, pazarda bu güçten faydalanabilirler.⁵¹

⁵⁰ Aydın, a.g.e., s. 25.

⁵¹ Aydın, a.g.e., s.25.

Birleşme ile rekabette sağlanan başlıca avantajlar şunlardır;⁵²

- Birleşme sonrasında varlığını sürdüren şirketin toplam pozisyonunu güçlendiren yeni pazarlama alanları elde etme,
- Bir ürüne olan aşırı bağımlılığın azalması ve ürün sunumunda kontrol gücüne sahip olma,
- Büyüklüğün sağladığı avantajla fiyat tespitinde daha etkin olma,
- Marka, lisans ve patent haklarını elde etme,
- Hammadde ve pazarlama kanallarını kontrol altına alma,
- Genişleyen bir pazarda Pazar payını arttırma veya yeni pazarlara girmek için ek kapasite oluşturma ve Pazar koşullarına uyum sağlama,

Bütün bu saydıklarımız pazar payını arttırma ve firma kârını arttırmaya yaramakla beraber, tekelleşmeye yol açtığı için bazı ülkelerde antitröst kanunlar ile bu amaçla yapılan birleşmeler engellemeye çalışılmıştır.

i) Yeni Pazarlara ya da Sektörlere Girerek Avantaj Sağlamak

Yeni pazarlara ya da sektörler girmenin en kolay ve zaman açısından en kısa yöntemi birleşmelerdir. Yeterli bilgi birikimine sahip olmayan ve uygun dağıtım kanalı eksik olan bir işletmenin yeni pazarlara girmesi ve bu pazarlarda faaliyet göstermek istemesi çok riskli ve maliyetli olacaktır.⁵³ Böyle bir durum ile karşı karşıya kalmamak için, en iyi yollardan biri kurulu bir düzene sahip ve faaliyette bulunan bir işletme ile birleşmektir. Bu birleşme, işletmelere, yüksek riskli yatırımlarda başarı şansını arttıran olanaklar sunabildiği gibi, riski azaltacak ve maliyet avantajı sağlayacaktır.

⁵² Akgüç, a.g.e., s.742.

⁵³ Samuels, Wilkes & Brayshaw, a.g.e., s. 861.

j) Psikolojik Nedenler

Şirket birleşmelerinde, ekonomik nedenler ön planda olmasına rağmen aslında psikolojik nedenler de önemli rol oynar.

Kişinin yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme tutkusu, hırsı, işletmenin devamını güvence altına alma duygusu, birleşme kararlarında etkili olmaktadır.⁵⁴ Bütün bu psikolojik nedenlerin altında insanın temel egosu olan daha iyiyi isteme, gözünde daha yükseklerin olması küçümsenemez bir faktördür.

Yöneticilerin hırsları, yükselme tutkuları, başarılı görünme arzuları, büyük şirketler karşısında güçsüz kalma korkuları, şirketleri birleşmeye yönelten psikolojik faktörlerdir. Yöneticiler, prestiji yüksek olan bir işletme ile birleştirerek kendi itibarlarının da yükseleceği düşüncesindedirler. Yöneticiler, işletmelerinin büyümesi ile kişisel çıkarlarını tatmin edebilirler.⁵⁵

Gerçekde işletmeleri birleşmeye iten pekçok neden olmasına rağmen, işletmelerin büyüklüğü, yönetim felsefesi, işletmenin içinde yer aldığı çevrenin dinamik olup olmaması, ülkenin gelişmişlik düzeyi, benzeri içsel ve dışsal faktörlerin etkisi ile bu nedenlerin çeşitliliği, önem dereceleri farklı farklı olacaktır. Her birleşmenin altında psikolojik nedenler bu saydığımız faktörler içinde yer almakla beraber önem dereceleri de belirtildiği gibi değişebilmektedir.

⁵⁴ Akgüç, a.g.e., s. 743.

⁵⁵ Furman, a.g.e., s. 90.

B. BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞMESİ VE SONUÇLARI

1.BİRLEŞME KARARI

Birleşme kararı, işletme stratejisinin belirlenmesi sürecinin bir bölümünü oluşturan işletme amaçlarının belirlenmesi ile ilişkilendirilmektedir. Belirlenecek stratejiler ortakların zenginliklerinin korunması ve arttırılmasına katkıda bulunmalıdır.⁵⁶

Herhangi bir birleşmede amaç, uzun dönemde ekonominin temel kavramı olan mevcut hissadarların servetlerini maksimize etmektir.⁵⁷ Bu amaca ulaşmada ilk adım birleşme kararının alınmasıdır.

Birleşme kararında zamanlama oldukça önemlidir. Bunun yanısıra birleşme kararlarının etkinliğini belirleyen faktörlerin saptanması ve iki tarafın amaçlarına ulaşmış olması, birleşme sonrasında doğabilecek sorunları azaltacaktır. Bununla beraber bazı şirket birleşmesi girişimlerinde, şirketler arasında ki çıkarların gözetilmesinde büyük farklar olmamasına karşın birleşmenin başarı ile tamamlanamadığı örneklerde bulunmaktadır.⁵⁸ Birleşme süreci çok zor bir süreç olmakla beraber şirketlerin gereken önemi göstermesi gerekir. Birçok süreci bulunur ve bütün süreçlerine gerekli önemin gösterilmesi, tarafların birleşmeye ne kadar istekli oldukları, birleşmenin başarı oranını arttırır.

⁵⁶ Payne F. Adrian. "Approaching Acquisitions Strategically", **Journal of General Management**, Vol.13 No:2, Winter 1987, s.11

⁵⁷ James Horne & John M. Wachovicz, **Fundamentals of Financial Management**, New Jersey, 1992, s. 526.

⁵⁸ Peter Tufano, **How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy**, Harvard Business Review, 1996, s.143.

2. BİRLEŞMENİN PLANLANMASI

Planlama, bir amacı gerçekleştirmek için en iyi hareket tarzını seçme ve geliştirme niteliğini taşıyan bilinçli bir süreçtir.⁵⁹

Birleşmenin başarısında ki en önemli faktör, insanların yetenekleri ve birleşme için yapılan iyi bir planlamadır. Birleşme faaliyetlerini planlamada ilk önemli adım, amaçların belirlenmesidir. İşletme amaçları; yatırım politikasının belirlenmesinde, kaynakların seçiminde, yatırım proje ve programlarının hazırlanmasında yöneticilere yol gösterir. İyi saptanmış amaçlar, yöneticilerin yalnız yollara sapmalarını veya değişik yöneticilerin farklı zamanlarda birbirlerine zıt kararlar almalarını önler.⁶⁰ Bu anlamda bir birleşme kararı almadan planlı ve amaçları belirlenmiş bir yol seçilerek hareket edilmesi birleşmenin sonlanabilmesinde ve performansında son derece önem teşkil etmektedir. Bir çok birleşme teşebbüsü finansal ve profesyonel olarak gerekli olsa da planlanmasında ki eksikliklerden dolayı tamamlanamamıştır. Günümüz bankacılık sektöründe, bütün bankalar yurt dışından sendikasyon kredilerinde gerekli oranları temin edemedikleri için rekabet şansları azalmış, yabancı ortakları sayesinde düşük maliyetle kredi bulabilen rakiplerinin gerisinde kalmıştır. Bu sebeple, yabancı ortak arayışı içine giren birçok banka birleşmesini tamamlamış, fakat bazıları amaçlarını planlayamadığı için henüz birleşme sağlayamamıştır.

⁵⁹ Kemal Tosun, **İşletme Yönetimi**, 3. Baskı, İstanbul 1986, s.47.

⁶⁰ Bayar Doğan ve Diğerleri, “Yatırım ve Proje Değerlemesi”, **Açık Öğretim Fakültesi Yayın**, No 44 Eskişehir 1985, s.30.

Amaçlar belirlendiğinde bu amaç, işletmeye arzu edilen ve beklenen yararların objektif ölçümünü sağlayacaktır.⁶¹ Birleşmeye katılacak işletmelerin ikisinde de amaçlar arasında uyum olmalıdır. Amaçları uyumlu olmasa da iki tarafın amaçlarını belirlemiş olması ve bu amaçların çoğuna ulaşabiliyor olması birleşmenin başarıyla sonuçlanması açısından çok önemlidir.

Birleşme kararı son derece riskli ve masraflıdır. Bu riski ve maliyeti göze alan firmalar, bu büyük kararın alınmasında iyi bir planlama yapmış olmalıdırlar. Bir birleşmenin planlanmasında;

- İşletmenin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçların gerçekleştirilmesi için gereken araçların seçimi,
- Birleşme kararının işletmelerin uzun dönemli amaçlarıyla örtüşmesinin araştırılması,
- Olası birleşmeleri analiz etmek için ölçü ve stratejilerin geliştirilmesi,
- Birleşme için seçilen adayla görüşmek için hazırlık yapılması,
- Birleşmenin fiilen gerçekleşmesi,
- Birleşme sonucu bütünleşme ve değişikliğin yapılması,
- Bütçe ve sorumlulukların dağıtılması,
- Başarının ölçümü, gibi çeşitli aşamalar yer almaktadır⁶².

a) Strateji ve Politikaların Belirlenmesi ;

Birleşmenin planlanmasında önce amaçların belirlenmesi gerekir. İşletme amaçları; yatırım politikasının belirlenmesinde, kaynakların kullanımında yöneticilere yol

⁶¹ Çelik, a.g.e., s.62.

⁶² Burstein B. Milton, **Acquisitions & Mergers**, New York, 1973, s.4

göstermesinde, işletmenin birleşmeden beklediği yararların ortaya konması açısından önemlidir.

Amaçlar belirlendikten sonra, izlenecek yolların ve faydalanılacak araçların saptanması için stratejiler belirlenir.⁶³

Stratejilerin belirlenmesi ile, işletmeler gelecek de ki koşullara göre nasıl davranmaları gerekeceğini kararlaştırırlar. Her işletmenin kendisine ait stratejisini yine kendi amaçları, hedefleri, kaynakları, özellikleri ve içinde bulunduğu çevrenin koşulları belirlemektedir.⁶⁴ Stratejilerin oluşturulmasından sonra, bu stratejilerin uygulanması için politikaların saptanması gerekir. Politika, amaçlara ulaşmanın genel yolları olarak tanımlanabilir, gelecekte karşılaşılabilecek sorunların önceden belirlenerek, potansiyel kararların verilmesine katkıda bulunmaktadır.

b) Çevre Analizi :

Çevre analizinin amacı, belirlenen amaca ulaşmada fırsat ve engelleri oluşturacak ekonomik, politik, hukuki, pazar, sosyal ve coğrafi unsurların saptanmasıdır.⁶⁵ İşletmeler bu unsurları kontrol edemediği için, her işletme de bu değişiklikler farklılık gösterir. Çünkü bu değişiklikler, işletmelerin büyüklüklerine, faaliyet bölgelerine, yönetim şekillerine ve yöneticilerin becerileri arasında ki farklılıktan kaynaklanmaktadır.

Özellikle uluslararası birleşmelerde çevre koşullarının değerlendirilmesi daha fazla önem taşımaktadır. Yabancı ülkeler de ki işletmelerin ekonomileri, yasaları, muhasebe,

⁶³ Tosun, a.g.e., s.51.

⁶⁴ İsmet Sabit Barutçugil, “2000’li Yıllarda İşletme Stratejileri ve Türk İşletmeleri Açısından Bir Değerlendirme”, **T.C. Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.**, 1989, s.249

⁶⁵ Furman, a.g.e., s. 93.

denetim, haberleşme ve yönetim sistemlerin de ki farklılıklar nedeni ile, bu faktörlerin kontrolü ve değerlendirilmesi daha zordur.⁶⁶ Bu sebeble, uluslararası birleşmelerde, çevresel koşulların analizi daha geniş kapsamlı olarak yapılmalıdır. Finansbank-NBG birleşmesi bunun için en iyi örneklerden birisidir. NBG her ne kadar Türkiye Bankacılık sektörünü çok detaylı incelese de ekonominin ve piyasanın şartlarını öngöremediği için bankanın yönetilmesine hiç müdahale etmemiş, piyasaya çok hakim olan üst düzey yöneticilere güvenmiş, yönetimi onlara bırakmanın daha doğru olduğuna inanmıştır. Bankanın üst düzey yönetiminde hiçbir değişiklik yapılmamakla beraber, yönetime karışılmamış, bankanın işleyişinde çalışanlar değişiklik hissetmemiştir. Bu karar satın alan firma için çevresel faktörlerin ne derece önem teşkil ettiğini desteklemektedir.

3. BİRLEŞMEYE ADAY ŞİRKETLERİN ARAŞTIRILMASI VE SEÇİMİ

a) Birleşecek İşletmenin Araştırılması :

Araştırma, birleşilecek adayın nerede, nasıl aranacağı konusunda yoğunlaştırılır. Başarılı bir birleşmenin anahtarı, faktörleri arasında planlama ve araştırmanın olduğu görülmektedir.⁶⁷ Araştırma, en uygunu seçmek için gerekli olan bilgiyi sağlar, bu bilginin tarafsız olması gerekir.⁶⁸ Şirketler için çeşitli kaynaklardan toplanan bilgilerin güvenilir olması, araştırmanın ve değerlendirmenin sonuçları bakımından önemlidir.

⁶⁶ F. Terence Cooke, **Mergers and Acquisitions**, U.K., 1986, s. 249.

⁶⁷ G. Ewan Brenner ve H. Custer, **The Complete Handbook for the Entrepreneur**, Prentice Hall Inc., 1990, s.13.

⁶⁸ Tosun, a.g.e., s. 47.

Birleşebilecek şirketlerin araştırılması için, başvurulacak kaynaklar genellikle yöneticilerin şahsi temasları olmaktadır. Ciro kriteri çok yüksek olan firmalar, genellikle bu alanda uzmanlaşmış aracı firmalardan yararlanmaktadırlar. Bu firmalar maliyetten fayda sağlamasa da, zamandan fayda sağlamakta, birleşmenin iki taraf içinde daha verimli tamamlanması faydalı olmaktadır.

Bu araştırma sürecinin amacı, gerekli olan bilgilerin incelenmesi sonrasında, belirlenecek aday şirketin, güçlü ve zayıf yönlerinin ortaya çıkarılmasıdır. Birleşmeye girecek şirket kendisi için de bu değerlendirmeleri yapmak zorundadır. Bu değerlendirmelerin yapılabilmesi, işletme faaliyetlerinin değişik alanlarının incelenmesi ile gerçekleştirilir.⁶⁹

b) Birleşecek İşletmenin Seçiminde Kullanılabilecek Kriterler :

Birleşme sürecinin bu aşamasında, birleşmeye aday şirketler çeşitli kriterlere göre değerlendirilerek, belirlenen amaçlara uygun olanlar arasından bir veya birkaçı seçilir. Bu aşamada uygun şirket veya şirketlerin seçilmesi için, kriterlerin açık ve kesin olarak belirlenmesi gerekir. Kriterler, uygun olmayan tüm adayları eleyebilecek ölçüde spesifik olmalıdır.⁷⁰ Belirlenen bu kriterler, şirketin birleşme amacına cevap vermelidir.

i) Ticari Kriterler :

Eğer birleşme kararına varılmasında ticari sebebler ağır basıyorsa, aşağıda ki kriterlere dikkat edilmelidir:⁷¹

⁶⁹ Adrian, a.g.e., s. 11.

⁷⁰ Mehmet Raci Hoşgör, “Yatırım Bankacılığında Birleşme ve Devralmalar”, **Dünya Gazetesi**, 1990, s. 8.

⁷¹ Martin Sabine, **Corporate Finance**, London, 1978, s. 137.

a- Endüstrinin ve Faaliyetin Türü ;

Amaç, pazar payı arttırımı ise, birleşme, işletme ile aynı sektörden olmalıdır. Amaç büyüme ise farklı endüstrilerde ki işletmeler olabilir.

b-Yönetim ve İşgücünün değerlendirilmesi ;

Birleşilecek İşletmenin, yöneticilerinin vasıfları incelenmeli ve değerlendirilmelidir. Yalnız ticari amaçla yapıldığı vurgulanan birleşmeler, yönetici ve çalışanları huzursuz edeceğinden, birleşen iki işletmenin çalışanları arasında işbirliği sağlanmalıdır.

ii) Mali Kriterler :

Birleşmelerin amacı, mali durumu iyileştirmek, hisse başına kazancı arttırmak veya borçlanma kapasitesini arttırmak ise; mali durumu iyileştirmek amacıyla birleşilecek işletmenin belirlenmesinde mali değerlere önem verilir. Hisse başına kazancı arttırmak amacıyla ki işletmenin tercihi, tahvil ihracı yolu ile finans kaynağı sağlamak ise ve bu görüş birleşecek işletme tarafından da kabul görür ise, birleşmede diğer kriterlerin verilerinin daha az etkili olabileceği kabul edilebilir. Bu durumda birleşmek için zararda olan işletmeler hiç dikkate alınmaz. Borçlanma kapasitesini arttırmak amacıyla ki işletmenin, birleşeceği işletmede, büyük bir borç kapasitesinin olmaması veya sermaye ihtiyacı olmaması ya da mali verilerinin kuvvetli olması gerekmektedir.

iii) Uygunluk :

Nitel ve nicel incelemelerin verileri, birleşilecek işletmenin belirlenmesinde önemli etkindir. Ancak sadece sayısal verilerle karar vermek doğru değildir. Birleşme de finansal kaynaklar, fiziksel kaynaklar, insan kaynakları, teknoloji, pazarlama gibi nitel veriler de değerlendirilmelidir.

4. BELİRLENEN ŞİRKET İLE GÖRÜŞMELER

Günümüzde, büyük ölçekli şirket birleşmeleri danışman firma aracılığıyla yapılmaktadır. Bu görüşmeler gizlilik içinde sürdürülür ancak görüşmelerin koşulları iki önemli unsuru kapsar. Birleşme sonucunda şirketi kim yönetecek ve birleşmelerde ne kadar kim ödeme yapıcak.⁷²

Birleşmenin hisse devir oranıyla ilgili olsa da, şirketin yönetimi birleşmelerde hep büyük önem taşımaktadır. Bütün stratejiler hatta yapılacak ödeme de yönetime ve ne kadar hissenin kimde olacağına göre planlanmaktadır. Diğer önemli bir hususta iki tarafın ya da şirketini satan tarafın beklentilerine uygun teklifi götürebilmektir. Teklif edilen fiyat çoğu zaman bu beklentinin doğru seçilmesinden sonra gelir. Özellikle yöneticilerin, sonra hissedarların kendi çıkarları gündeme gelebilir.

Hedef şirket her zaman mümkün olan en yüksek fiyatla satılmayı çalışacaktır.⁷³ Birleşmede teklif edilecek fiyatlar belirlenirken, şirketin piyasa değeri ile beraber birleşme sonucunda elde edilecek stratejik değerde önem taşımaktadır. Birleşmeden beklenen sinerjik faydalar ne kadar büyükse pazarlık payı da o kadar büyük olacak ve birleşmenin tamalanma olasılığı o kadar yüksek olacaktır.⁷⁴ Birleşmeye iki tarafın ne kadar ihtiyacı varsa, birleşmenin sonuçlanması o kadar kolay olacaktır. Bu da hem sektörün hem de firmaların bulunduğu durumla doğru orantılıdır.

⁷² Brigham, a.g.e., s. 144.

⁷³ Çelik, a.g.e., s. 67.

⁷⁴ Brigham, a.g.e., s. 145.

5. BİRLEŞMENİN FİNANSMANI

Birleşmede finansman bedelinin tesbiti ve finansman aracının belirlenmesi, birleşen işletmeleri farklı verilerle etkiler. Birleşme kazançları, faaliyet sinerjileri, vergi tasarrufları veya monopol rantlarının artması gibi çeşitli kaynaklar doğabilir.⁷⁵ Bir birleşmenin maliyeti için, alıcı şirketin satıcı şirkete ayrı bir varlık olarak değerinin üzerinde ödediği primdir.⁷⁶ Birleşme için alıcı şirket satıcı şirkete, nakit, hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetler veya bunların karışımından oluşan bir teklif verebilir.⁷⁷ Nakit ile finanse edilen birleşmelerin alıcı şirkete sağladığı en önemli avantaj, şirket de ki kontrol gücünün değişmemesidir. Diğer taraftan nakit ödeme nedeni ile hisse senedi sayısı arttırılmadan ilave kazanç sağlanacağından, bu durum alıcı şirketin hisse başına kazançlarında artış yaratabilir. Birleşmenin nakit ile finanse edilmesi halinde, alıcı şirketin fon kaynaklarının yeterli olması gerekir. Aksi halde, fonun temini için borçlanmaya veya sermaye arttırımına başvurulabilir. Sermaye arttırımının yeni hisse senedi ihracı ile gerçekleştirilmesi halinde, ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin reklam, komisyon gibi giderleri sermaye maliyetini arttırır. Diğer taraftan borç veya nakit ile finanse edilen birleşmelerde, birleşme sonrası kârlar, hisse senedi ile finanse edilen benzer bir işleme kıyasla daha düşük olacaktır.⁷⁸ Gelirin, faiz giderleri düştükten sonra hesaplanması bunun sebebidir. Ayrıca şirket, satın aldığı şirketin varlıklarını ve bu

⁷⁵ Paul M. Healy, Krishna G. Palepu ve Richard S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve After Mergers", **Journal of Financial Economics**, 1992, s.136.

⁷⁶ Richard Brealy ve Stewart Myers, **Capital Investment and Valuation**, McGraw-Hill, 2002, s. 667.

⁷⁷ Longman Group, a.g.e., s. 44.

⁷⁸ Paul M. Healy, Krishna G. Palepu ve Richard S. Ruback., a.g.e., s. 140-141.

varlıkların amortismanlarını yeniden değerlendirmek ile verginin azalmasını sağlayabilir, bu durum da birleşmede bir avantaj demektir.

Nakit ile finansmanın satıcı şirket hissedarları üzerinde yaratacağı en önemli olumsuzluk, birleşme sonrası sağlanacak avantajlardan yararlanamamalarıdır. Diğer taraftan, satıcı şirket hisselerinin nakit karşılığı alınması nedeniyle, satıcı şirket hissedarlarınca satış sonucu elde edilen sermaye kazancı üzerinden satış vergisi ödenmesi gerekecektir.

Birleşmenin finansmanında kullanılan araçlardan biri de hisse senetleridir. Birleşmenin nakit veya hisse senedi ile finansmanı arasında ki fark kazançlardan kaynaklanmaktadır. Hisse senedi ile finansmanda, birleşme kazançları satıcı şirket hissedarlarınca da paylaşılabileceğinden, maliyet birleşme kazancına bağlıdır.⁷⁹

Birleşmenin tahvil ile finansmanında, tahvillere satıcı şirket hissedarlarına doğrudan doğruya verilerek, halka arz suretiyle ihraç edilen tahvillerin getirdiği maliyetlerden tasarruf edilmektedir. Bu ödeme aracının kullanımı, alıcı şirketin likitide durumunun korunmasını sağladığından, nakit ile finansman'a kıyasla avantajlıdır.

Koşullu ödemeler de ise, birleşen işletme, birleşilen işletme açısından birleşmeyi cazip kılabilmek için, koşullu ek ödemeler yapma hususunda taahhütler de bulunabilir.⁸⁰

Ayrıca koşullu ödemelerde, iki tarafın gelecekte ki nakit akışları tahminlerinde farklılık olabilir. Bu sebeble, birleşme bedeli üzerinde anlaşma sağlanamayabilmektedir. Bu

⁷⁹ Richard Breal ve Stewart Myers, a.g.e., s. 669.

⁸⁰ Akgüç, a.g.e.,s. 764.

durum da, gelecekte beklenen gelirlerin gerçekleşme ihtimaline bağlı olarak birleşilen işletmeye ödemede bulunulur.⁸¹

Kaldıraçlı Alımlar ve Yönetim Alımları' nda ise ; Kaldıraçlı bir satın alma olayında, varlıkların elden çıkarılması yolu ile kredi kullanarak finansman sağlanır. Bu işleme yönetimin kendisi katılır ise, Yönetim Alımları adı verilir.⁸²

ABD'de şirket alımlarında sermaye piyasası çok iyi oturmuş olduğundan, bir çok sistem ve araç geliştirilmiştir. Bu sistem de bir işletme satın alınacağı zaman tahvil piyasasında, tahvil çıkarma yolu ile bir kaynak yaratılarak kaldıraçlı alım işlemi gerçekleştirilmektedir. Bu yöntem özellikle iyi durumda olmasına rağmen, bir grup ya da holding'in bünyesine uymayan işletmelerin, o holding veya şirket yöneticileri tarafından satın alınması enasında uygulanmaktadır.⁸³ Türkiye'de ise genellikle sermaye piyasaları araçlarından çok nakit finansman tercih edilmektedir.

6.BİRLEŞMENİN SONUÇLARI

Birleşmeden sonra şirketin yapısında değişiklikler olacaktır. Bu değişiklikler genellikle yönetim, finansman, üretim, pazarlama ve koordinasyon alanında olur.

Birleşme sadece şirketleri değil, ekonomi ve toplumun refahını da etkiler. Bu etkiler birleşmenin amacına göre olumlu veya olumsuz sonuçlar doğurur. Ancak, birleşmenin genel ekonomiye olan katkılarının veya zararlarının hesaplanması oldukça güçtür.⁸⁴

⁸¹ Aydın, a.g.e. s. 82.

⁸² Sabine, a.g.e., s. 102.

⁸³ "Paranız Yoksa Taksitle Şirket Alın", **Kapital**, Ocak 1990, s.25

⁸⁴ Ertürk, a.g.e., s. 29.

Bir birleşmenin başarılı olduğunu belirten ana veri, birleşme sonrası şirketin değerinde ki artışıdır, çünkü birleşme kararı riskli bir karardır.

Birleşmeden sonra ki başarısızlıkların sebebi, genelde birleşme öncesi yapılan çalışmalarda ki hatalardan, bazen de birleşmeden kaynaklanan olumsuzluklardan kaynaklanır.

Birleşme sürecinde yapılan finansal analizde gözden kaçırılan veya dikkate alınmayan faktörlerin etkisiyle analiz sonuçlarının hatalı olması, birleşmenin başarısını olumsuz yönde etkiler. Birleşmenin maliyet ve yarar analizlerinde ki hatalar, birleşme sonrasında alıcı şirketin kazançlarının azalmasına ve hisse senedi fiyatının düşmesine neden olur. Bir işletmeyi satın almada acele ederek ve işletmenin doğru bir şekilde değerlendirilmemesi nedeniyle, işletme için gereğinden fazla ödeme yapılabilir.⁸⁵

Birleşme sonrasında karşılaşılan en önemli sorunlar, yönetim ve örgüt yapısı ile ilgilidir. Birleşmeden sonra uygun bir organizasyon yapısının oluşturulamaması, işletme fonksiyonlarının ayrı bölümlerde toplanması verimli çalışmayı olumsuz yönde etkiliyerek, bilgi akışında aksamalar ve karar alma fonksiyonunun yerine getirilmesinde güçlüklerle neden olabilmektedir. Birleşilen şirkette başarısızlık nedenlerinden biri de koordinasyonun sağlanamamasıdır. Koordinasyon ile, çeşitli işletme faaliyetlerinin ve bu faaliyetleri yerine getiren çeşitli kademedeki personelin birbirleriyle uyumlu olması ve grup çabalarının ortak amaç doğrultusunda tutulması amaçlanır.

Birleşmenin başarısını olumsuz etkileyen önemli unsurlardan biri de, birleşme nedeni ile faaliyet alanı genişleyen şirket de yöneticilerin yeteneklerinin, kontrol, verimlilik ve kârlılığı sağlama bakımından yetersiz kalması, birleşen şirketlerin yönetim tarzlarının

⁸⁵ G. Brenner, J. Ewan, ve H. Custer, a.g.e., s. 14.

farklı oluşudur. Üst yönetimin kararlarda risk almaya karşı farklı tutumları, uzun dönemli planlamalarda bakış açısı vb. konular, farklı yönetim tarzlarının ve dolayısı ile de anlaşmazlıkları ortaya çıkarabilmektedir.⁸⁶

⁸⁶ Furman, a.g.e., s. 95.

BÖLÜM 2

BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK DEĞER TAŞIYICILARI

A) DEĞER TAŞIYICILARI

1-DEĞER TAŞIYICILARI KAVRAMI

Finansal yöneticilerin, düzenleyicilerin ve standart koyucuların, yatırımcılara anahtar performans göstergeleri sağlama yönündeki istekleri, “değer taşıyıcısı” kavramını ortaya çıkarmaktadır. “Değer taşıyıcıları” bilginin toplandığı odak olarak hareket etmekte ve bu sayede meydana gelebilecek trendleri gözlemlemekte faydalı olmaktadır. Trendler, faydalı finansal olan ve olmayan performans ölçütlerinin daha kolay anlaşılmasını sağlar. Evrensel ve özel değer taşıyıcıları, rapor edilen bilginin önemli yönetsel kararlara ilintili olup olmadığının anlaşılması için kılavuzluk yaparlar.⁸⁷

Değer taşıyıcıları, genel olarak şirketlerin değerlerini etkileyebilecek faktörler olarak özetlenebilir. Her ne kadar yatırımların getirilerini etkileseler de değer taşıyıcıları farklı bir analiz gerektirmektedir. Bir firma için değer taşıyıcıları ağacını belirlemek ve açık bir biçimde faktörler arasındaki ilişkiyi ortaya koymak oldukça önemlidir. Anahtar

⁸⁷ O. Çelik, G. Markarian ve G.J. Previts, “Voluntary Disclosure of Value Driver Information: a content analysis of global M&A and other cross-boundary disclosures of the Ford Motor Company 1995-2000”, **Research in Accounting Regulation**, 2002, s.70.

performans göstergeleri sektörel ve stratejik farklılıklar sergileyebilirler. Örneğin, yeni ekonomide beşeri kaynaklar ve kalifiye emek gücü değer taşıyıcıları olabilecek iken, toptancılık sektöründe ürünlerin çeşitliliği ya da bir yıl içerisinde açılan şube sayısı daha etkili değer taşıyıcıdır.

Bir değer taşıyıcısı, bir şirketin bulunduğu ortamı yansıtan bir değişkendir ve bu değişken yoluyla şirketin stratejisi ya da performansı ölçülebilmektedir. Performans ve değer taşıyıcıları arasındaki ilişki dikkatle incelenmelidir. Değer taşıyıcılarını belirlemek bir firmanın değeri üzerinde ekonomik faktörlerin ya da diğer çevresel şartların nasıl bir etki yarattığını görmek için ilk aşamadır. Bir endüstride ki değeri arttıracak değer taşıyıcılarını bulmak, uğraştırıcı ve yaratıcı bir süreçtir⁸⁸.

Şirketler finansal, muhasabe ve piyasa değerlerinin yanısıra değer taşıyıcıları denen performans değişkenlerine de bakarlar. Bunlar anahtar performans göstergelerinden oluşturulan bir metrik sistemle ölçülür. Değer taşıyıcılar şirketlerin icraatları açısından çok etkilidirler, çünkü çoğunlukla değer taşıyıcıları ileriye yönelik göstergelerdir. Oysa finansal sonuçlar geçmişe dayanan gecikmeli göstergelerdir⁸⁹.

Değer taşıyıcıları büyük oranda geniş kapsamlıdır, çünkü her bir değer taşıyıcısını alt bölümlere ayırıp incelemek mümkündür. Örneğin, literatürde yaygın bir biçimde kabul gören satış büyüme oranları, ürün fiyatlarına zam, üretim maliyetlerini düşürme, ürün çeşitliliğini arttırma veya üretim hacmini genişletme yollarının her biriyle

⁸⁸ Copeland T. Koller, ve J. Murrin, a.g.e. , s. 3.

⁸⁹ D. Court ve M. Loch, “Capturing the Value: Advertising Age”, 1999, s. 46-48.

başarılabilir. Bu yüzden değer taşıyıcılarını oluşturan etkenlere bakmak, yatırımcılar ve şirket yöneticileri için önemlidir.

Bir firmanın faaliyet gösterdiği karmaşık sistem ve çevre o şirketin stratejisinin ve performansını doğrudan açıklayamaz. Bu yüzden stratejilerle ilgili değer taşıyıcıları kavramsallaştırılmalı ve açıkça ortaya konulmalıdır. Değer taşıyıcılarını inceleyerek ve anlayarak yöneticiler, şirketin tüm şirket organizasyonunu kavrayabilirler ve firmanın gelecekteki performansına dair beklentilerini kolaylıkla dile getirebilirler.

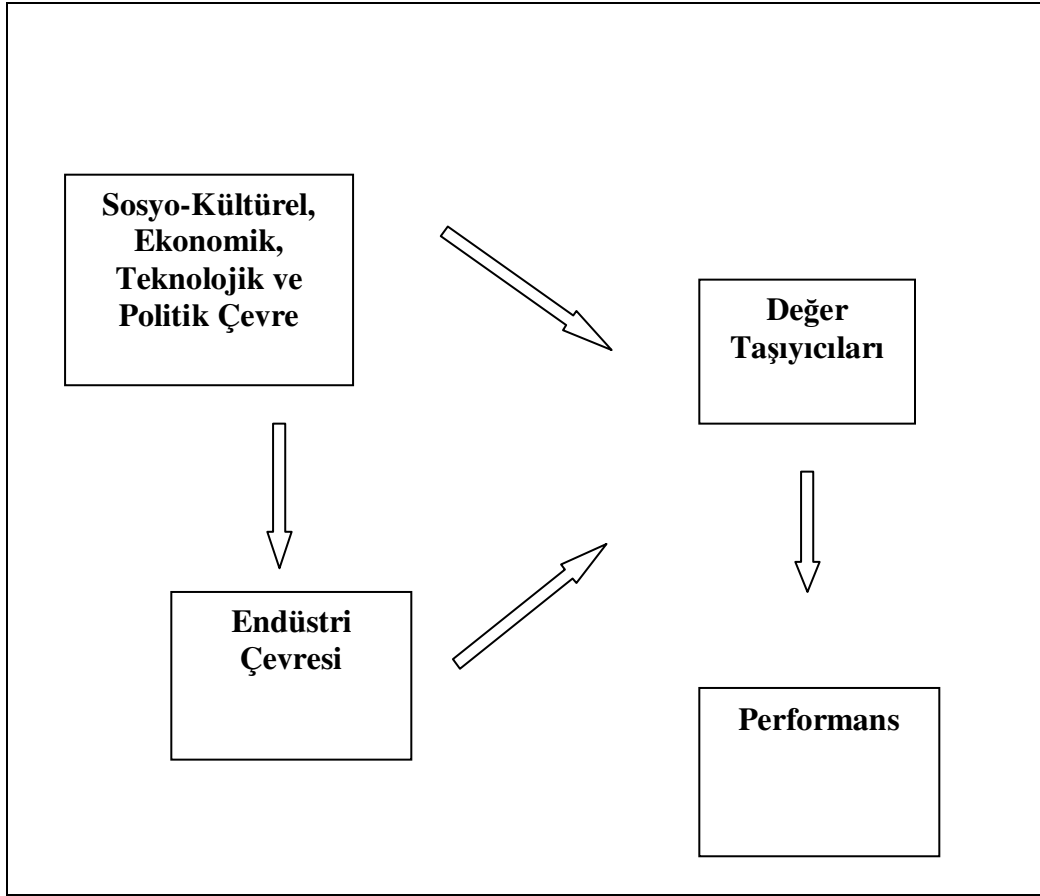
Değer taşıyıcılarını belirleme süreci yaratıcı ve deneme-yanılma yöntemine dayalı bir süreç olarak görülebilir⁹⁰. Bu değer taşıyıcılarının firmanın faaliyette bulunduğu sektör, strateji ve çevresine göre farklılıklar gösterebileceğinin işaretidir.

Farklı ekonomik sektörler ve sanayii kollarından firma açıklamaları incelendikçe, muhtelif firmalara ve sanayii kollarına özgü niteliklere göre uyarlanmış “değer taşıyıcıları” bazlı raporlamanın faydaları daha iyi anlaşılacaktır. Gözlemsel bir araç olarak kullanılabilen “değer taşıyıcıları”, meydana gelebilecek trendleri saptamakta faydalı olmakta, finansal olan ve olmayan performans ölçütlerin isteklerini iyileştirme yönünde yardımcı olmaktadır.⁹¹

⁹⁰ Copeland T. Koller, ve J. Murrin, a.g.e., s. 47.

⁹¹ Çelik, Markarian ve Previts, a.g.e., s.69-71

Şekil 1. Değer Taşıyıcıları, Çevre ve Performans⁹²



Yöneticiler çalıştıkları firma için en uygun rekabet yöntemini seçerken, değer taşıyıcıları kavramı hakkında tam bir bilgi sahibi olmalıdırlar. Değer taşıyıcıları, bu

⁹² J. Zhao ve M.D. Olsen, “Environmental Scanning, Value Drivers and Firm Values: A Strategic Perspective”, Working Paper, **Florida International University**, 2003, s. 16.

bağlamda firmanın genel performansını etkileyen her türlü performans değişkeni olarak görülebilir. Eğer değer taşıyıcıları doğru tanımlanmışsa, firma yöneticilerine en az üç şekilde yardımcı olabilir.

- Değerin nasıl yaratıldığını ve faaliyetler sonucunda nasıl maksimize edildiğini anlamaya yardımcı olur.

- Bazı değerlerin öncelenmesine ve diğer değerlerin, bunların uğruna arka planda bırakılıp bırakılmayacağına karar verilmesinde yardımcı olur.

- Değer taşıyıcıları yöneticileri ve şirket çalışanlarını, aynı ortak amaç etrafında işbirliği sağlamasına yol açmaya yardımcı olur⁹³.

Şirketler içsel ve dışsal, somut ve maddi olmayan (tangible-intangible) değerlerin hepsini gözetmek zorundadırlar. Somut değerler, genellikle makroekonomik çevrede bulunurken, maddi olmayan değerler sektör ve daha orta düzeydeki faktörlerden etkilenmektedirler.

Bir sonraki bölümde değer taşıyıcıları, daha ayrıntıları ile ele alınacak ve literatürde ortaya sürülen farklı değer taşıyıcı faktörler incelenecektir. İçsel-dışsal her bir değer taşıyıcısının birbirlerini ve şirketin genel performansını nasıl etkilediğine bakılacaktır.

⁹³ Copeland T. Koller, ve J. Murrin, a.g.e., s. 49.

2- GENEL DEĞER TAŞIYICILARI

Genel değer taşıyıcıları, içsel değer taşıyıcılar ve dışsal değer taşıyıcılar olarak ikiye ayırmak mümkündür. İçsel değer taşıyıcılar, şirketlerin kendi kontrol ettikleri alanda kalan göstergelerle , şirketlerin kendi yönetimleri ile ilgili iken dışsal değer taşıyıcılar ise, şirket yönetiminin idaresi dışında kalmasına rağmen şirketin değerini etkileyen faktörlerdir⁹⁴.

Ayrıca yukarıda bahsedildiği gibi değer taşıyıcılar ülkenin emek kapasitesi, gayri safi milli hasıla, enflasyon, tüketim oranları gibi somut verilerle ilgili olabilir. Soyut değer taşıyıcılar konusunda önemli çalışmalara imza atılmıştır⁹⁵. Patentler, müşteri listeleri, beşeri sermaye ve markalar bir firmanın rakiplerine üstünlük sağlayabileceği önemli değer taşıyıcıları haline gelmişlerdir. Bu tip değerlerin daha soyut ve dolayısıyla daha karmaşık olduğunu öne sürmüşlerdir. Maddi olmayan verilerin performansa etkilerini incelemek somut verilere oranla daha zordur⁹⁶.

Aşağıdaki bölümlerde içsel-dışsal ve somut-soyut değer taşıyıcılar ayrıntılarıyla incelendikten sonra, bir sonraki kısımda Türkiye’de bankacılık sektöründe bu faktörler ele alınacak ve şirket birleşmeleri öncesi ve sonrası bu değer taşıyıcılarının durumları karşılaştırılacaktır. Örnek olayda araştırılacak şirketler Finansbank ve NBG olup bunların içsel-dışsal ve somut-soyut değer taşıyıcılarına, birleşmenin ve bankacılık sektörünün değer taşıyıcılarına değinilecektir.

⁹⁴ Y.S. Chung, “Identification of Economic Value Drivers Impacting Operational Cash Flows in the Casual Theme Restraunt Industry”, **Virginia Polytechnic Institute and State University**, 2005, s. 3.

⁹⁵ B. Lev, **Intangibles: Management, Measurement and Reporting**, Washington DC, Brooking Institution Press, 2001, s. 76.

⁹⁶ Zhao & Olsen, a.g.e., s. 21.

a) İçsel Değer Taşıyıcılar

Yapılan çalışmalarda, yazarlar hangi varlıkların ve değişkenlerin değer taşıyıcısı olarak kabul edilmesi konusunda bir mutabakata varamamıştır. Bazı araştırmacılar beş⁹⁷, bazı araştırmacılar altı⁹⁸, bazı araştırmacılar ise yedi⁹⁹ tane değer taşıyıcısı belirlemişlerdir. Bu yazarlar değer taşıyıcısı olarak firmaların maliyet ve gelir fonksiyonlarını etkileyen tüm faktörleri göz önünde bulundurmaya çalışmışlardır.

Son olarak bir çalışma aşağıdaki sekiz değer taşıyıcısından bahsetmiştir;¹⁰⁰

- satış büyüme oranı
- kâr marjı
- gelir vergi oranı
- işletme sermayesine yapılan yatırımlar
- sabit sermayeye yapılan yatırımlar
- sabit sermayenin yenilenmesi
- finansman maliyeti
- planlama dönemi

Yukarıda bahsedilen 8 içsel değer taşıyıcısının, değer taşıyıcısı olarak belirlenme nedenleri aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır. Satış büyüme oranı, kâr marjı ve gelirlerden alınan vergiler şirketin net nakit akışını belirlemeye yaramaktadır.

⁹⁷ J. Ruhl ve S. Cowen, "How an In-House System Can Create Shareholder Value?", **Financial Executive**, 1990, s. 53-57.

⁹⁸ J. Moskowitz, "What is Your Business Worth?", **Management Accounting**, 1998, s. 30-34.

⁹⁹ A. Rappaport, **Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors**, USA: The Free Press, 1998, s. 32.

¹⁰⁰ R. Turner, "Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at Different Financial Ratios", **Project Management**, 1998, s. 70-73.

Net nakit akışı: Net nakit akışı, kısa dönemde bir şirketin finansal açıdan sağlıklı olup olmadığının en önemli göstergelerinden biridir. Buna göre artan nakit akış şirketin ödeme gücüyle çekmeyeceğini belirtir. Ayrıca net nakit gelirler amortisman, yıpranma ve aşınma sonrası gelirler olduğu için genellikle araştırma ve geliştirme ya da yalnızca nakit ihtiyacı için ayrılmış kaynak olarak görülür.

Bir firmanın net nakit akışı nakit gelirlerinden nakit giderlerinin çıkarılması ile hesaplanır. Buna göre;

$$\text{Net nakit akışı} = \text{nakit geliri} - \text{nakit gideri}$$

Nakit akışı üç ana sınıfa ayrılabilir; işletme nakit akışı, yatırım nakit akışı ve finansal nakit akışı. İşletme nakit akışı şirketlerin esas faaliyetlerinden elde ettikleri gelir ve giderleri kapsar. Yatırım nakit akışı adından da anlaşılacağı gibi sermaye genişletilmesi çabaları için harcanan ve kazanılan nakitleri belirtir. Finansal nakit akışı ise temettü ödemeleri, hisse senedi satışları ve diğer finans piyasası faaliyetleri için kullanılan ve elde edilen nakitlerden oluşur.

İşletme ve sabit sermayeye yapılan yatırımlar ile sabit sermayenin yenilenmesi firmanın yatırımlarının maliyetini bulmakta kullanılmaktadır.

Yatırım maliyetleri: Ekonomik yatırımlar, ileride daha fazla mal ve servis üretmek için yapılan her türlü harcamayı içerir. Yatırım maliyetleri hakkında konuşurken sabit sermayeye yapılan yatırımlar ve envantere yapılan yatırımları ayırmak önemlidir.

Ekonomik yatırımlar tüketilmeyen ve gelecekte mal ve servis üretimi için kullanılabilen her türlü malı içermektedir. Zaman boyutu yatırımları sermaye mallarından farklı kılmaktadır. Yatırımlar genelde kârların ve faiz oranlarının

fonksiyonudur. Kârlardaki artış, yatırımlarla doğrudan orantılıyken, faizlerdeki artış kaynak bulmanın maliyetini arttırdığı için yatırımlarla ters orantılıdır.

Finans yatırımları ise menkul kıymetler ve diğer finansal yatırım araçlarını almakla gerçekleşir. Türev piyasaları her ne kadar doğrudan bir nakit akışı sağlamayı amaçlamıyorsa da, değerleri temel varlıklara dayandığı için finansal yatırımlar arasında sayılırlar. Firmanın net nakit gelirleri ve yatırımları arasındaki fark serbest nakit akışına işaret eder.

Serbest nakit akışı: Bir firmanın serbest nakit akışı, işletme nakit akışından ayrıcalıklı hissedarlara temettü ödemelerinin ve sermaye harcamalarının düşülmesi ile hesaplanmaktadır.

Borçları ve temettüleri ödeyebilme, hisseleri geri alabilme ve şirketin büyümesini sağlayabilme kapasitesi büyük ölçüde serbest nakit akışı ile belirlenir. Artan bir serbest nakit akışı firmanın sağlamlığı ve performansının iyi olduğuna dair bir göstergedir.

Sermaye harcamaları konusunda literatürde bir görüş birliği olmadığından, serbest nakit akışı rakamlarına çoğunlukla şüpheyle yaklaşılmaktadır. Bazı firmalar sermaye harcamalarını düşük göstererek serbest nakit akışı göstergesini yüksek tutmaktadırlar. Bunun yanı sıra şirketler ödemelerini geciktirerek, alacak politikalarını sıkılaştırarak ve envanterleri düşürerek geçici olarak serbest nakit akışında artışlar yaratabilirler. Tüm bu sebeplerden dolayı yüksek serbest nakit akışı olan bir şirketin, bunu bahsedilen yollardan mı yoksa normal yollardan mı elde ettiğine bakmak gerekir.

Ayrıca doğru bir planlama periyodu ve finansman alternatiflerinin karşılaştırılması da net kazancı hesaplamak açısından önemlidir. Tüm bunlara geçici yatırımların piyasa değerleri eklenirse, firmanın toplam pazar değerine ulaşılır.

Toplam pazar değeri: Şirketlerin toplam pazar değerleri, her açıdan önemli bir performans belirleyicisidir. Bir şirketin sermayedarlardan ve borç verenlerden elde ettiği fonlarla yarattığı toplam değeri gösterir. Şirketin piyasa değeri ile net finansal borçlarının toplanması ile bulunan değerdir.

Yine de pazar değerleri birleşmeler, hisse senedi geri alımları ve bir aktif varlık ya da yatırımın satılarak elden çıkarılması sonucu artabilir veya azalabilir.

Son olarak hissedar değeri, toplam pazar değerinden dışarıdan elde edilen finansman kaynaklarının piyasa değerlerinin çıkarılması ile bulunabilir.

Hissedar değeri: Bu değer öz kaynakların sermayeye dönüştürülmesi yoluyla hesaplanabilir. Hisse senedi fiyatının hisse senedi adetiyle çarpılması ile bulunan değer ise, piyasa değeridir.

Özellikle 1980'lerden sonra yöneticilerin hissedar değeri maksimize etmeleri yolunda öneriler ortaya çıkmıştır. Her ne kadar şirket sahipleri ve şirketin hisselerini ellerinde bulunduranlar için bu olumlu bir strateji olsa da genel refah açısından firmalar istihdam, büyüme ve çevre üzerine etkileri konularında da dikkatli olmalıdırlar.

b- Dışsal Değer Taşıyıcılar

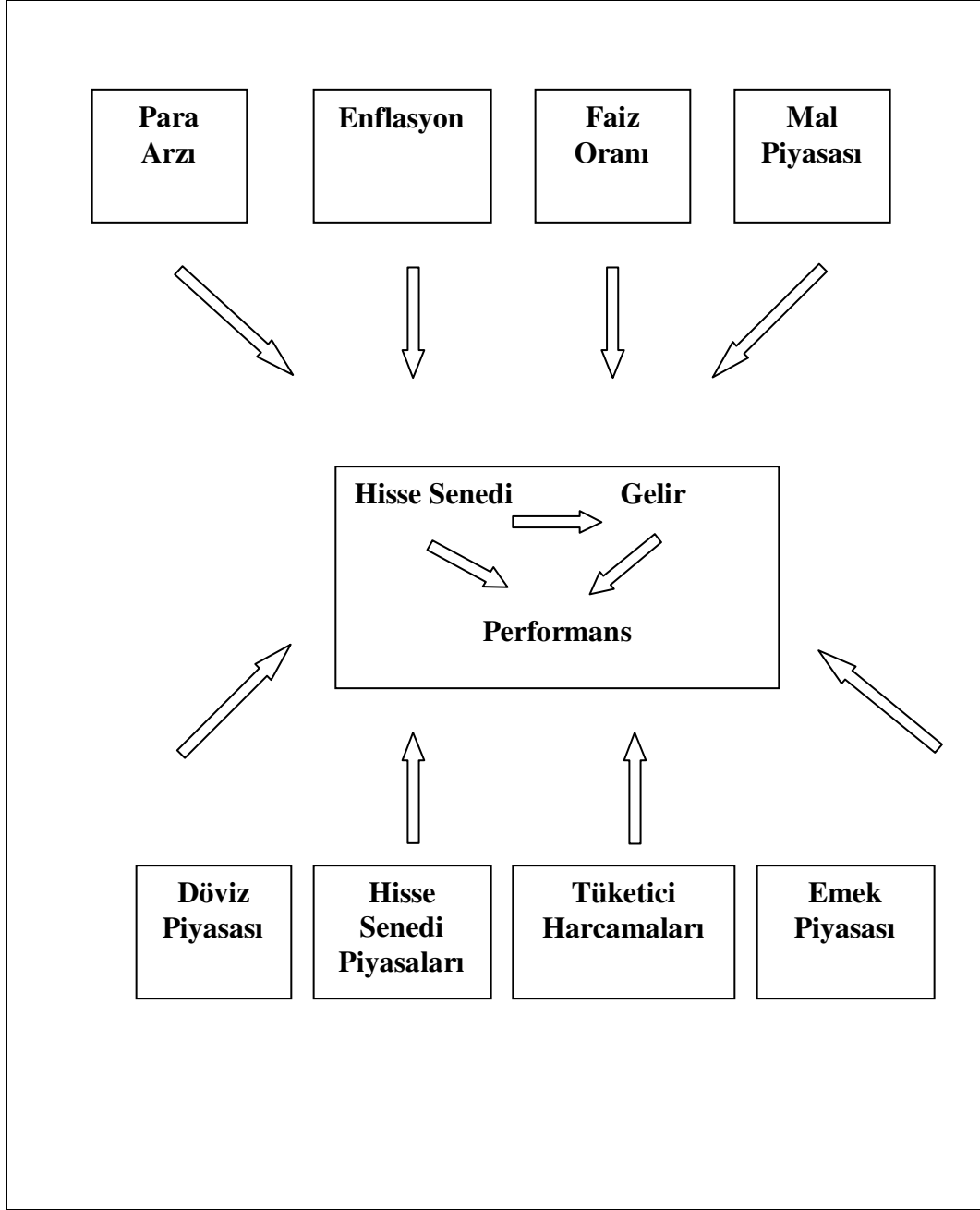
Finans, ekonomi ve muhasebe literatürlerinden yola çıkılarak birçok dışsal değer taşıyıcısının belli sektörler üzerinde etkisi olduğunu söylemek mümkündür. Bu değer taşıyıcıları, firmaların performanslarında önemli bir yere sahiptirler. Belli başlı dışsal değer taşıyıcıları olarak mal piyasaları, döviz pazarları, emek piyasaları, enflasyon, hisse senedi pazarı, faiz oranları, para arzı ve tüketici harcamaları gösterilebilir.

Bu makroekonomik göstergeler, tek tek şirketlerin performanslarını etkileyebileceği gibi belli bir sektörün ya da endüstri grubunun da nasıl ve ne derecede başarıyla faaliyet

gösterdiğini belirler. Bankacılık sektörüne özel değer taşıyıcıları bulmak mümkündür, fakat bu özel göstergelere bakmadan önce makroekonomik koşullara ve bunların şirketlerin performanslarını nasıl etkilediğine göz atmakta fayda vardır.

Şekil 2, yukarıda bahsedilen dışsal değer taşıyıcıları ve firma performansları üzerinde beklenen etkileri göstermektedir.

Şekil 2. Dışsal Değer Taşıyıcıları ve Performans¹⁰¹



¹⁰¹ Chung, a.g.e., s. 5.

Mal piyasaları:

Her sektör, kullandığı ara mallar yüzünden kendi üretimi dışındaki fiyatlardan etkilenmektedir. Örneğin, beyaz eşya sektörü enerji, demir ve çelik gibi malların fiyat hareketliliğine cevap vermek zorundadır. Ara malların fiyatlanmalarında çok ani değişimler ve uzun dönemli sapmalar firmaların finansal durumlarını olumsuz bir biçimde etkiler.

Mal piyasalarının etkilerini ölçmek için kullanılabilecek birkaç gösterge şöyle sıralanabilir; Toplam endüstri üretimi, ara mal üretim endeksi, toptan eşya fiyat endeksi¹⁰² ve üretici fiyat endeksi¹⁰³.

Döviz piyasaları:

Döviz kuru ve bu kurdaki dalgalanmalar hem dış ticaret hem de finansal risk açısından firmalar için büyük önem taşımaktadır. Özellikle, geniş çaptaki devalüasyon veya karşıtı hareketler firmaların ödemeler dengesini bozabilir. Ayrıca, hem ithalat-ihracat dengesini değiştirdiği, hem de gelirleri etkilediği için döviz kurları satışlar için de belirleyici olabilir.

Türkiye’de sıkça kullanılan ve dış ticaretin çok büyük oranda yapıldığı yabancı paralar, dolar ve avro olduğu için değer taşıyıcılarına gösterge olarak bu kurlar alınabilir.

¹⁰² Toptan eşya fiyat endeksi (TEFE) üretilmiş ve toptancıya sunulmuş eşya fiyatlarında oluşan değişimleri gösterir. Bkz., Devlet Planlama Teşkilatı (DPT).

¹⁰³ Üretici fiyatları endeksinde kapsanan beş ana sektör dışında kalan inşaat, toptan ve perakende ticaret, otel ve lokantalar, ulaştırma, depolama, haberleşme, mali aracı kuruluşların faaliyetleri, eğitim, sağlık işleri ve sosyal hizmetler gibi ticaret ve hizmet faaliyetlerinde yer alan sektörler endekste kapsamamaktadır.

Ayrıca, diğer belli başlı yabancı paralardan oluşan belli bir sepetin ağırlıklı ortalamasına bakılarak da döviz hareketlilikleri incelenebilir.

Emek piyasaları:

Bu piyasalar, sektörün emek mi sermaye mi ağırlıklı olduğuna bağlı olarak değer taşıyıcısı rolü oynayabilirler. Örneğin tekstil sektöründe emek oldukça yoğun iken otomobil ve beyaz eşya gibi sektörler de sermaye daha yoğundur. Bu durumda, emek pazarlarındaki hareketlenmenin ilk bahsedilen sektörde daha etkili olması beklenir. Yine de maliyetlerin büyük bir kısmı çalışanların ücretlerine ayrıldığı ve çalışanların performansı doğrudan ve dolaylı yollarla emek piyasalarına dayandığı için, bu etken tüm sektörler için yadsınamaz bir öneme sahiptir.

Ücretler maliyetleri doğrudan arttırabilir. Bunun yanı sıra sıkı bir emek pazarı, sigorta ödemeleri, maaşlar ve çalışanlara sağlanan diğer faydaların yükselmesi satışlarda ki artışlardan elde edilen gelirleri karşılar, ya da yeni iş stratejileri geliştirilmesine yol açar.

Emek piyasası değer taşıyıcıları için çalışanların ücretlerine, işsizlik oranına, toplam işgücü miktarına, sigorta primlerine ve ortalama bir işçinin şirkette kalma süresine bakılabilir¹⁰⁴.

¹⁰⁴ İşçi devir hızları yemek sanayinde daha yüksekken ağır makine ve diğer sanayilerde daha azdır. İşçi devir hızının genellikle üretkenliği olumsuz yönde etkilediği iddia edilmektedir.

W. S. Siebert, "Labour Market Regulation in the EU-15: Causes and Consequences - A Survey", **IZA Discussion Papers**, 2006, s. 2.

Enflasyon:

Enflasyon literatürde yaygınca tartışılan bir göstergedir, özellikle enflasyonun makroekonomik etkileri konusunda sayısız metin bulmak mümkündür. Fakat, enflasyonun finansal getirileri ve hisse senedi piyasalarını ne yönde değiştirdiği ve şirket performanslarıyla nasıl bir ilişkide olduğu da sıkça araştırılmıştır. Enflasyonun firma iflaslarını pozitif olarak etkilediği belirtilirken bazı incelemeler de, beklenmeyen enflasyon ve hisse senedi getiri ve fiyatları arasındaki ilişkiye bakmışlardır.

Fiyatların devamlı olarak artması şeklinde tanımlanan enflasyonun tersi, fiyatlarda sürekli düşmenin görüldüğü deflasyondur. Enflasyonun çeşitli boyutlarını ölçmek için bir takım endeksler geliştirilmiştir. Tüketici fiyat endeksi¹⁰⁵, belirli bir referans döneminde hane halkları tarafından satın alınan mal ve hizmetlerle belirlenen bir sepetin fiyat değişimini zaman içinde karşılaştırarak ölçer. Mal ve hizmet sepetindeki her bir madde için miktar ve kalite değişimleri göz önüne alınarak endeksin sadece fiyat hareketlerini yansıtması sağlanır. Üretici fiyatı, yurtdışında üretimi yapılan ürünlerin, KDV ve benzeri vergiler hariç peşin satış fiyatıdır. Üretici fiyatları endeksinde, tarım, avcılık, ormancılık ve balıkçılık sektörlerinde faaliyet gösteren üreticilerin yetiştirdiği ve piyasaya arz ettiği ürünlerin ilk el satış fiyatları takip edilmektedir. Tarım sektörüne ilişkin bu fiyatlar, Üreticinin Eline Geçen Fiyatlar olarak adlandırılmaktadır.

Hisse senedi piyasaları:

Hisse senedi piyasaları ve nakit akışı arasındaki nedensel ilişki araştırmacılar tarafından görüş birliğine varılmayan bir konudur. Kimi çalışmalar hisse senedi piyasalarındaki değişikliklerin ekonomiyi etkilediği yolunda bazı bulgular elde

¹⁰⁵ TÜFE, Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hesaplanmaktadır.

etmiştir¹⁰⁶. Aynı zamanda, hisse senedi pazarlarındaki devirler ile ekonomi devirleri arasında bağlantı olduğunu ortaya konulmuştur.

Şirketlerin gelecekteki kârlılıklarının hisse senedi fiyatlarına yansıdığını kabul edersek, şu göstergeler nakit artışını etkiliyor diye inceleyebiliriz: İMKB-100 endeksi¹⁰⁷, İMKB-30 endeksi, belli şirketlerin hisse senedi fiyatlarından oluşturulan endeks.

Faiz Oranları:

Birçok çalışma faiz oranlarının değişimi ve hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Olumsuz etkiler değerlendirme modelindeki payda yoluyla iskonto oranının değiştirilmesiyle sağlanabilir. Geçerli faiz oranlarının bir kısmı ise, hisse senedinde ki hareketlilikten ve diğer menkul kıymetlerden etkilenmektedir ve doğrudan finansal kaynaklardan sonuçlanmaktadır. Her ne kadar faiz oranları finans dışı varlıklara da bağlı olsa da birçok firma faiz riskini hesaplarken finansal durumları göz önüne almaktadırlar.

Faiz oranları, işletme sonuçlarını değerlendirme açısından en azından dört bakımdan önemlidir. İlk olarak, faizlerdeki bir değişiklik firmaların sermaye getirilerini etkileyerek gelecekteki nakit artışı için kullanılacak iskonto oranlarını belirlemeye yarar¹⁰⁸. İkinci olarak faizlerde azalma genellikle şirketler için daha fazla büyüme oranı anlamına gelmektedir, çünkü daha düşük faizler daha düşük yatırım maliyetleri anlamına

¹⁰⁶ R. Copper, “Efficient Capital Markets and the Quantity Theory of Money”, **Journal of Finance**, 1974, s. 889.

¹⁰⁷ 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeksin (İMKB-100) devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar’da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, hisse senetlerinin seçim kriterleri ve dönemsel değerlendirme ve değişiklikler bölümlerinde belirtilen şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-50 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

¹⁰⁸ L. Oxelheim ve C. Wihlborg, **Managing the Turbulent World Economy**, England: John Wiley and Sons, 1997, s. 98.

gelmektedir. Üçüncü olarak, ipotek maliyetleri ve diğer tüketici kredileri faiz değişikliklerinden etkilendikleri için, firmaların kârlılıklarını dolaylı yoldan etkilerler.¹⁰⁹

Son olarak, makroekonomik büyüklükler (toplam talep gibi) faizlerle yakında ilişkilidir. Sonuç olarak faizler işletmelerin sermayesi, büyümesi, yatırım maliyetleri ve makroekonomik göstergeler ile işletmeleri doğrudan etkilerler diyebiliriz.

Faiz oranlarındaki hareketliliği ölçmek için aşağıdaki ekonomik göstergeler incelenebilir: hazine bonosu ve tahviller üzerinde ki faiz oranları, üç aylık mevduat faizleri ve şirket bono faizleri.

Para arzı:

Para bir ekonomide insanların mal ve servis almak için kullandıkları araçtır¹¹⁰ ve para stoku da ekonomide dolaşan para miktarını belirtir. Bazı çalışmalar para arzındaki büyüme değişikliklerinin, öz varlıkların fiyatlarında değişikliğe yol açtığı yönünde bulgular edinmiştir. Para piyasaları ödeme aczi için önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir.

Ekonomideki para stokunu ölçmek için iki ana yöntem kullanılabilir: M1 ve M2. M1 (Money 1) ekonomideki nakit para, vadesiz mevduat ve çeklerin toplamıdır. M2 (Money 2) ise M1'e ek olarak tasarruf ve kısa dönem vadeli mevduatların toplamıdır.

¹⁰⁹ Faizlerin düşmesiyle birlikte tüketicilerin güveninde uzun dönemli artışlar meydana geldiğini belirtmiştir. J.C. Fuhrer, "What Role Does Consumer Sentiment Play in the US Macroeconomy?", **New England Economic Review**, 1993, s. 35.

¹¹⁰ Para ayrıca, ortak bir değer ölçüsü, ortak bir değişim aracı, tasarruf aracı, borç ödeme aracı ve ekonomi politikası aracıdır.

Tüketici Harcamaları:

Daha yüksek bir tüketici harcaması, sektörel açıdan daha fazla mal satma anlamına gelebilir. Ek olarak tüketici kredilerini almanın kolaylaşması ve başka şekillerde tüketim için finansman yaratılması da genel talebi arttırabilir. Bu bakımdan tüketici harcamaları ile firmanın nakit akışı arasında doğrudan bir ilişki kurulabilir. Ayrıca reklam harcamaları ve müşteriye ulaşma yollarının genişletilmesi de tüketici harcamalarını yükseltebilir.

Tüketici harcamalarının değer taşıyıcılarına etkilerine bakmak için araştırılacak bazı göstergeler şunlardır: toplam tüketim harcamalarının büyüme oranı, tüketici beklenti göstergeleri ve toplam kullanılabilir gelir¹¹¹.

Yukarıda bahsedilen değer taşıyıcılarına ek olarak günümüzün değişen ekonomisinde beşeri kaynaklar ve yönetimin kalitesi de şirket gelirleri açısından belirleyici bir rol oynamaktadır. Ayrıca firmanın faaliyet gösterdiği sektörün rekabet şartları ile müşteri portföyü de giderek daha fazla etkili hale gelmektedir.

Soyut Değer Taşıyıcıları:

Son yıllarda birçok araştırmacı, soyut değer taşıyıcılarını belirleyerek ölçmeye çabalamışlardır. Soyut değer taşıyıcıları genellikle içsel değer taşıyıcılardır. Örneğin, tüketici değerleri incelenirken on üç tane ürün, kalite ve ağırlarla ilgili değer taşıyıcısı gözlemlenmiştir. Özellikle finans piyasalarında, sermaye piyasası ve hisse senedi

¹¹¹ Kullanılabilir gelir, vergilerden sonra elde kalan ve tüketime hazır gelir olarak tanımlanabilir.

fiyatları gibi klasik değer taşıyıcılarının yanında gelişim, kalite ve müşteri memnuniyeti gibi soyut değer taşıyıcılarının da varlığına dikkat çekilmiştir.

Ayrıca soyut değer taşıyıcıları ölçen bir değer yaratıcısı endeksi ortaya konmuştur¹¹².

Buna göre on değişik ve belli başlı soyut değer taşıyıcısından bahsedilebilir:

- Yenilik
- Kalite
- Müşteri ilişkileri
- Yönetim yeterlilikleri
- İşbirlikleri
- Teknoloji
- Marka değeri
- Çalışanlarla ilişkiler
- Çevre
- Toplum

Araştırmacılar, çalışanlarla ilişkilerin yukarıda sözü edilen on soyut değer taşıyıcı içinden firmanın piyasa değerini etkileyen en önemli unsur olduğunu bildirmişlerdir.

¹¹² P.C. Kalafut ve J. Low., “The Value Creation Index: Quantifying Intangible Value”, **Strategy & Leadership**, 2001, s. 11.

İncelenen üç teknoloji sektörü – biyoteknoloji, bilişim ve enerji (özellikle enerji ve çevre arasındaki bağlar)- için aşağıdaki yedi soyut değer taşıyıcısı tespit edilmiştir¹¹³:

- Kârlılık
- Yeniliğin tek olması
- Araştırma ekibinin ünü
- Firmanın ünü
- Büyüme olasılığı
- Ekonomik etkenler
- Risk

Yukarıda belirtilen değer taşıyıcıları üç ana bölüme ayrılmıştır. Buna göre kârlılık en önemli değer taşıyıcısı olarak ortaya çıkarken onu yeniliğin tek olması özelliği izlemiştir. Taşeronluk bile bazılarınca bir değer taşıyıcısı olarak gözlenmiştir.

Bu bölümde sıralanan hem içsel-dışsal, hem somut-soyut değer taşıyıcılarını bir bütün olarak ele almak ve şirketlerin performansını nasıl etkilediğine bir bütün olarak bakmak en doğru yoldur. Her sektör için, bu değer taşıyıcılarının nasıl etkileştikleri ve firmaların nakit akışını ve risklerini nasıl değiştirdikleri ayrı ayrı ele alınmalıdır.

¹¹³ S. Bose. ve K.B. Oh., “Value Drivers and Strategic Management in the Knowledge Economy”, **Proceedings of 17th ANZAM Conference**, 2003, s. 64.

B. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

1. PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Performans ölçütleri kullanmak şirketler için yeni bir yöntem değildir. Maliyetler, üretkenlik, etkinlik, üretim zamanlaması uzun süreden beri şirketlerin devamlı dikkat ettikleri göstergeler olmuşlardır. Performans ölçütlerinde ki yenilikler, şirketlerin hangi gelişmeyi daha önemli gördüğüyle ilgilidir. Eccles’a göre yeni performans ölçümleri, finansal göstergelerin yanısıra diğer göstergeleri de önemsemesi bakımından farklıdır¹¹⁴. Buna göre firmalar, uzun dönemli performansın nelerden etkilendiğine, bu ölçütlerin birbirlerini nasıl etkilediğine ve finansal performansın bunlardan nasıl etkilendiğine bakmaktadırlar.

Yalnızca büyüme oranlarına dayalı performans göstergeleri özellikle son yıllarda yanlış yönlendirmelere yol açabileceği için sıkça ve yaygın bir şekilde eleştirilmektedir. Bu tür yöntemler, global piyasalarda başarılı olabilmek için hayati önemde olan yeni teknolojileri ve pazarları göz ardı etmektedir. Büyüme odaklı göstergeler genellikle kısa dönemdeki rekabet gücünü arttırmaya yöneliktir ve uzun dönemde zararlı sonuçlar doğurabilir. Örneğin, uzun dönemli sabit sermaye yatırımları kısa dönem kârları adına bazı firmalarca önemsenmemektedir. Ayrıca, kısa dönem başarıya verilen önem yöneticiler ve işletmeciler arasında kazanç figürlerini manipüle etme yollarına

¹¹⁴ R. G. Eccles., “The Performance Measurement Manifesto”, in **Performance Measurement and Evolution**, J. Holloway, J. Lewis, and G. Mollary, 1995, s. 5.

başvurmayı getirebilir. Bu yüzden birçok finansçı, ekonomist ve yatırımcı rapor edilen kazançlar yerine nakit akışına bakmayı daha uygun bulmaktadırlar¹¹⁵.

1980’li yıllarda işletmeciler, büyüme ve finansal göstergeler dışındaki ölçütlere giderek daha fazla performans değerlendirmelerine yer verdiler. Bunlardan ilki kalite ile ilgili olanlardır. Kalite, rekabet gücünü arttırıcı ve piyasalarda başarılı olmak için önemli bir faktör olarak görülmeye başlandı. Dolayısıyla firmalar aşağıdaki göstergeleri ölçmek ve değerlendirmek için kaynak ayırmaya başladılar¹¹⁶;

- defo oranları
- yanıt süresi
- teslim taahhütleri

Daha sonra müşteri memnuniyetini ölçmek için benzer göstergeler geliştirilmeye başlandı. Bu daha çok 1990’lı yıllarda gözlenen bir gelişmedir. Müşteri memnuniyetini değerlendirmek için kullanılan bazı kıstaslar aşağıdaki gibidir;

- müşteri sadakâti
- pazar payı
- hizmet ve ürünlerin algılanan değerleri
- tercih sebepleri

Kalite ve müşteri memnuniyetinin yanı sıra rekabet kıyaslaması da önemli bir performans ölçütü olarak ele alınmaktadır¹¹⁷. İlk olarak kıyaslama, işletmecilere finansal ya da finansal olmayan tüm göstergelere uygulanabilecek bir metodoloji sunmaktadır. Yine de kıyaslama yönteminde finansal olmayan değerler daha fazla ağırlığa sahiptir.

¹¹⁵ Y. Ijiri, “Cash flow accounting and its structure”, **Journal of Accounting and Finance**, 1978, s. 334.

¹¹⁶ Eccles, a.g.e., s. 5-6.

¹¹⁷ R.C. Camp, “Benchmarking”, **Wisconsin: ASQS Quality Press**, 1989, s. 7.

İkinci olarak, kıyaslama yöntemi yöneticilerin ve işletmecilerin şirketlerin nasıl değerlendirilmesi gerektiği konusundaki fikirlerini değiştirmektedir. Kıyaslama faaliyet gösterilen sektörde başarılı olmuş ve olan diğer şirketleri belirlemeyi ve incelemeyi içerir. Bu tip bir kıyaslama yöneticilere ve işletmecilere içsel bir değerlendirme ve çalışmadan elde edemeyecekleri ufuklar açar.

Son olarak iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, performans ölçütlerinde değişimleri tetiklemiştir. Günümüzde internet ve diğer iletişim teknolojilerinin yaygın bir şekilde kullanılması, hem bilgi akışını hem de bilgi paylaşımını kolaylaştırmıştır. Ayrıca çalışanların bilgisayar kullanımlarındaki artışın ve pazarlama yöntemlerinin bu tip teknolojilerden etkilenmesinin yeni performans göstergeleri yaratması beklenmektedir.

Tüm bu tartışmalara ve değişikliklere rağmen, şirketler için finansal veriler hala büyük önem taşımaktadır ve şirketler finansal verileri daha sistematik bir biçimde toplamaktadır. Bunun bir sebebi elbette ki finansal verilerin daha kolay ulaşılabilir olması ve daha kolay ölçülebilir olmasıdır¹¹⁸. Yine de pazar payı, kalite, müşteri memnuniyeti ve beşeri kaynakların ölçümü için giderek artan bir çaba vardır.

Literatürde yer alan iki ana kıyaslama çeşidi vardır. Bunlardan ilki performans kıyaslamasıdır ve performansa ait sayısal veriler toplanarak benzer kuruluşlarla yapılan kıyaslamadır. İkincisi ise süreç kıyaslaması ve uygulamaların, prosedürlerin ve performansın kıyaslandığı, genellikle bir grup içinde yapılan ve her seferinde bir iş

¹¹⁸ Eccles, a.g.e., s. 9.

sürecini kıyaslayan çalışmadır. Örneğin, en iyi uygulama kıyaslaması süreç kıyaslamasının bir parçasıdır.

Kıyaslama bir süreç olarak düşünülmelidir. Böylesi bir anlayışa göre kıyaslama yöntemi şirketin etkinlik, kârlılık, pazar payı, kalite ve benzeri göstergelerde başarıyı temsil eden diğer şirketlerle sistematik bir biçimde karşılaştırma olarak görülebilir¹¹⁹.

Eski kıyaslama yöntemlerine göre, yeni kıyaslama metotlarının iki farklı yönü mevcuttur¹²⁰.

i) Öncelikle yeni kıyaslama yalnızca rakiplerin değil büyük, küçük, yerli veya yabancı, kamu ya da özel tüm firmaları göz önüne almayı amaçlar. Bu bakımdan başarılı ve öncü her türlü şirkete bakılabilir.

ii) Klasik rekabet kıyaslamalarında, genelde sadece bitmiş ürün ya da çıktılar üzerinde durulurken, yeni kıyaslama metotları süreçleri de incelemeyi öngörmektedir. Süreçler, sonuçlara yol açmaları bakımından bitimde elde edilecek bilgiler kadar elzemdir.

Burke'a göre yaygın olarak kullanılan dört tip kıyaslama metodu vardır¹²¹.

İçsel Kıyaslama: Şirketlerin kendi içlerinde yaptıkları karşılaştırmaları kapsar. Hem şirket içi başarıların ortaya konması bakımından, hem de şirketteki farklı bölümlerin birbirlerinden öğrenmesi bakımından önemlidir.

Rekabetçi Kıyaslama: Şirketlerin doğrudan rakipleri ile uyguladıkları karşılaştırmadır. Yasal zorunluluklar ve yükümlülükler yüzünden zor bir kıyaslama yöntemidir. Fakat verimliliğin artırılması açısından oldukça önemlidir.

¹¹⁹ S. Nemlioğlu, "Benchmarking", **Arçelik**, Sunum, www.kalder.org, 1995.

¹²⁰ Charles J.Burke, "10 Steps To Best Practices Benchmarking?", **Quality Digest**, February, 1996

¹²¹ Burke, a.g.e.

İşlevsel Kıyaslama: Şirketlerin bulundukları endüstride farklı faaliyetler gösteren firmalarla yapılan kıyaslamadır. İşlevsel kıyaslama araştırmaları ve uygulamaları daha kolaydır ve yasal yükümlülükleri fazla değildir.

Özgün Kıyaslama: Şirketlerin bulundukları endüstrilerle, ilişkisi olmayan endüstrilerle yapılan kıyaslamadır. Daha uzun dönemli performans göstergeleri için önemli bir karşılaştırma yöntemi oluşturmaktadır.

Kıyaslama, faaliyetlerinin alanın da en iyi olan şirketlerle yapılması gereği literatürde sıkça belirtilmiştir. Fakat en iyi firmanın seçilmesi ve tanımlanması oldukça öznel bir süreçtir ve kimin kıyaslamayı yaptığına göre değişebilir. Burke kıyaslamasının daha sağlıklı olabilmesi için bazı kıstaslar olması gerektiğini iddia etmiştir. Burke'a göre¹²²;

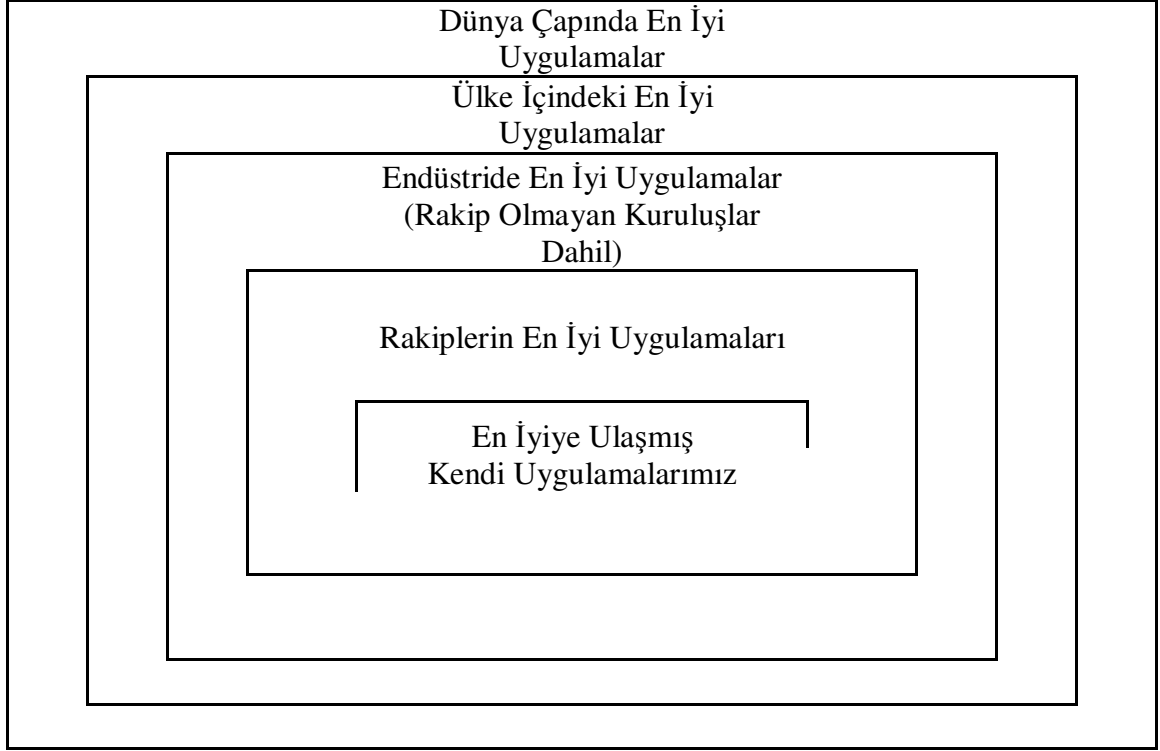
- Başarılı şirket, var olan insan gücü ve teknolojiden farklı ve orijinal bir kullanıma sahiptir.
- En azından üç farklı referansla en iyi uygulama olarak tanımlanabilir.
- Yapılan uygulama bir dalda ödül almıştır.
- Müşterilerce tanınır.
- Sektör uzmanlarınca tanınmıştır.
- Örgütün uygulama ile ilgili patenti vardır.
- En yüksek sonuçları sağlar. (Ortalama üründen % 25 ya da daha yüksek sonuçlar sağlanması yeterli görülmektedir)

¹²² Burke, a.g.e.

Yine de işletmeciler ve yöneticiler için, hali hazırda ve her türlü durumda kullanabilecekleri bir kıyaslama şablonu bulunmamaktadır. Yöneticiler, şirketlerine uygun sistematik bir kıyaslama geliştirme yöntemi geliştirmek zorundadırlar.

Bazı kuruluşlar kıyaslama yöntemini genel bir problemi çözmek için kullanırken, bazı şirketler en iyi uygulamaların ve diğer şirketlerin gerisinde kalmamak için uygulamaktadır. Genel olarak kıyaslamamanın bir performans ölçütü olarak esas amacı ekonomide olanları gözlemlemek ve kuruluşların bu yolla başarılı olabilmeleridir. Aşağıdaki şekil amaçları özetlemektedir.

Şekil 3. Kıyaslamanın Kullanım Alanları¹²³

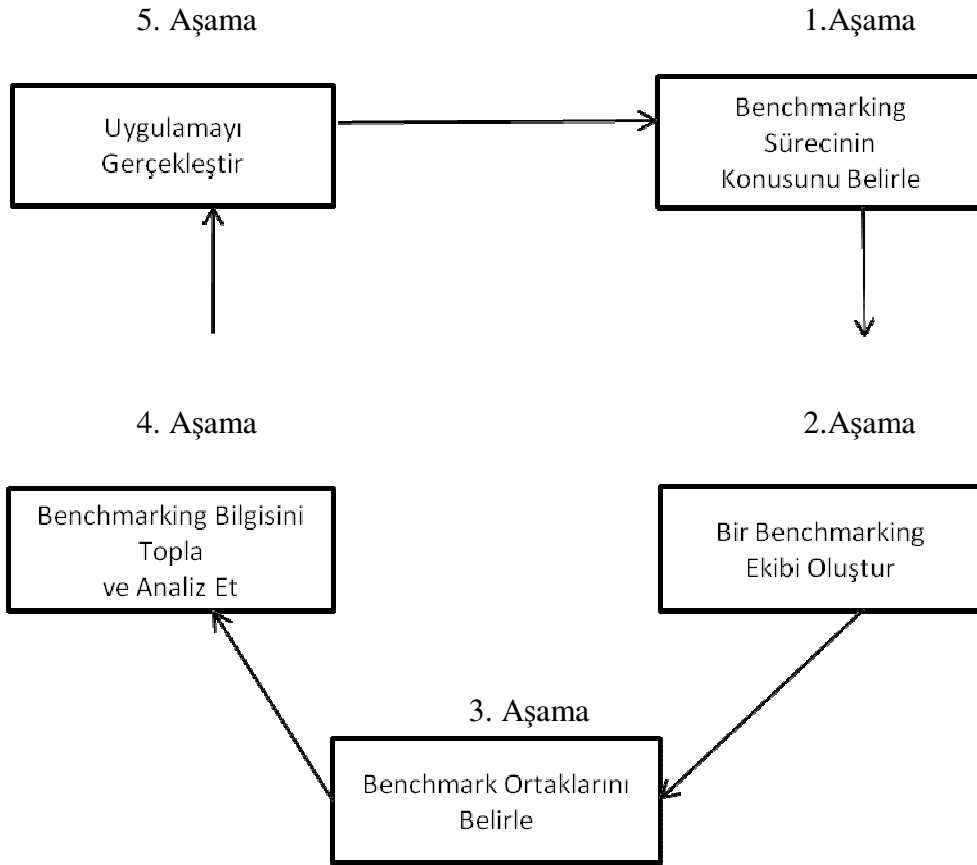


Yine de işletmeciler ve yöneticiler için hali hazırda ve her türlü durumda kullanabilecekleri bir kıyaslama şablonu bulunmamaktadır. Yöneticiler şirketlerine uygun sistematik bir kıyaslama geliştirme yöntemi geliştirmek zorundadırlar.

Kıyaslama süreci genellikle adım adım yürütülmesi gereken bir süreçtir. Bu sürecin amaçlarını beş ana nokta da toplamak mümkündür.

¹²³ Nemlioğlu, a.g.e.

Şekil 4. Kıyaslama Süreci¹²⁴



¹²⁴ Nemlioğlu, a.g.e.

Bir sonraki bölümde, şirketlerin birleşme sürecinde performanslarının nasıl ölçülmesi gerektiğine bakılacaktır. Bunun için, bu bölümde bahsedilen bazı performans göstergeleri ve bunların birleşmeden ne yönde etkilenebilecekleri tartışılacaktır.

2. BİRLEŞMEDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

Şirket birleşmelerinde son yıllarda önemli artışlar gözlenmiştir. Bunun başlıca sebebi, ülkelerin düzenlemelerinde yeniliğe gitmesi ve üretimde uluslararası işbirliğinin daha da önem kazanmasıdır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve muhasebe yöntemlerindeki gelişmeler de şirket birleşmelerinde pozitif bir etki yaratmışlardır. Bunun yanı sıra global firmalar anlayışının da egemen olması, özellikle ülkeler arası birleşme ve satın almaları kolaylaştırmıştır.

Uluslararası genişleme de en azından üç temel model vardır¹²⁵:

- i) **Çok uluslu model:** Bu modelin esası kolonileşme dönemlerine kadar geri götürülebilir. Kişisel ilişkiler ve merkezden uzak bağlar daha yaygındır.
- ii) **Uluslararası model:** Bu tip genişleme, özellikle 2. Dünya Savaşından sonra ortaya çıkmıştır. Ulaşım maliyetlerinin düşmesi ve sağlam işbirliği olasılıklarının artmasıyla Amerikan şirketlerinin diğer pazarlarda da hakim olmasıyla belirmiştir.

¹²⁵ Çelik, Markarian ve Previts, a.g.e. s.72.

iii) **Global model:** Ticaret ve sermaye piyasalarında, korumacı zihniyetin terkedilmesiyle beraber global model oluşmuştur. Bazı firmalar bu modelde yönetim ve karar verme mekanizmalarını merkezde toplarken, diğer ülkelerdeki ortakları yardımıyla üretim ve pazarlama fonksiyonlarını yürütmektedirler.

20. yüzyılın sonlarına doğru yeni bir global hareketlilik doğdu. Sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki artış sayesinde tüm ekonomik, siyasi ve kültürel bariyerlerin ötesinde sınır-ötesi model ortaya çıktı. Yeni birleşme ve şirket alımlarındaki en önemli etken, daha kaliteli ürünleri daha çabuk ve daha ucuza üretmektir¹²⁶.

Kalite, özellikle yeni ülkelerin dünya pazarlarında söz sahibi olmasıyla ve rekabetin artmasıyla hayati bir önem kazanmıştır. Firmalar yalnızca fiyat bazında değil, kalite bazında da birbiriyle yarışmaktadırlar. Bu bakımdan şirketlerin işbirliğine gitmesi akıllıcadır. Bir bölgedeki veya ülkedeki kalite anlayışı o bölgenin veya ülkenin firmalarınca daha iyi kavranabilir. Ayrıca, halihazırdaki kaliteli üretime ortak olmanın en kolay yollarından biri faaliyet gösteren şirketle ortaklığa gitmektir.

Maliyetler, bir firmanın rekabet gücü için her zaman belirleyici olmuşlardır. Uluslararası birleşmelerde ve satın almalarda maliyeti düşürmek en önemli unsurlardan biridir. Firmalar, üretimlerini düşük maliyetli girdiler sağlayabilecekleri ülkelerde ya da şirketlerle yaparak rekabet güçlerini arttırırlar. Maliyetlerdeki azalma firmaların başka alanlara yatırım yapma olasılığını da beraberinde getirir.

¹²⁶ Çelik, a.g.e., s. 73.

Sınır ötesi birleşmeler ve şirket alımları, yatırımcı için zamanla ilgili etkinlikleri de arttırıcı olabilir. Ortaklıklar bir pazara girmenin en kestirme yoludur, bu sayede pazar payında artış sağlanabilir ve müşteriye ürün en kısa zamanda ulaştırılabilir. Son olarak da birleşmeler, şirketler için hızlı bir biçimde somut ve maddi olmayan varlıklar elde edilmesine yol açar.

Her ne kadar birleşmeler ve şirket satın almaları güçlü bir büyüme aracı ise de uluslararası birleşme faaliyetleri birçok zorlukla karşı karşıya kalmaktadır. Bu tip engeller, firmanın hem şimdiki hem de gelecekteki performansını mutlaka etkilemektedir. Kültürel engeller özellikle sınır ötesi ortaklıklar için mühim bir engeldir¹²⁷. Örneğin, alıcı ve satıcı arasındaki kişilik farklılıkları, iş kültürü, felsefesi ve stratejilerinde görülen farklılıklar bazı yerlerde birleşmelere ve satın almalara sıcak bakılmamasını beraberinde getirebilir. Bu tür durumlarda, birleşmeden sonraki performansı hedef alan stratejiler uygulanması kolaylıklar sağlayabilir.

Değer taşıyıcılar ve hangi performans ölçütlerinin değer taşıyıcısı olarak belirleneceği, birleşmeler ve şirket satın alımlarında da merkezi bir yere sahiptir. Değer taşıyıcılar, bir firmadan diğerine değişebilir ve şirketlerin ortaklığa giderken ortaklık sonucunda değer taşıyıcıların nasıl etkileneceğini göz ardı etmemeleri gerekir. Bunun yanısıra bazı performans ölçütleri de birleşme sonucunda farklı bir seyir izleyebilir.

¹²⁷ Napier, N., D. Scheweiger ve J. Kosglow, "Managing Organizational Diversity: Observations from Cross Border Acquisitions", **Human Resource Management**, 1993, s. 518.

Evrensel, sektöre ait ve birleşmelerle ilgili bazı değer taşıyıcılar aşağıdaki gibi sıralanabilir¹²⁸:

Evrensel Değer Taşıyıcılar

- 1) İşgücü maliyeti
- 2) İşgücünün vasıfları
- 3) Kalite
- 4) Müşteri memnuniyeti
- 5) İşletmecilerin deneyimi ve uzmanlığı
- 6) Risklere karşı korunma yöntemleri
- 7) Vergi oranları
- 8) Elektronik iş faaliyetleri
- 9) Gümrük ve kotalar

Birleşme ve Satın Almalardaki Değer Taşıyıcılar

- 1) Büyüme beklentileri
- 2) Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerindeki artış
- 3) Sermaye harcamalarında düşüş
- 4) Pazar oranında artış

Yukarıdaki açıklamalardan da görüleceği üzere, günümüz şirketleri için hem değer taşıyıcılar hem de performans ölçütleri klasik göstergelerden daha kapsamlıdır. Finansal ve somut olmayan varlıkların da şirketlerin performanslarını oldukça etkilediğine

¹²⁸ O. Çelik, G. Markarian ve G.J. Previts, a.g.e., s.87-88.

inanılmaktadır. Bu bakımından yeni muhasebe ve raporlama teknikleri geliştirilmesi oldukça önemlidir.

4. DEĞER YARATMA

Değer yaratma süreci, geleneksel şirket yönetiminden farklı olarak daha dinamik bir süreç olarak görülebilir. Şirketler, değer yaratmayı temel stratejileri haline getirerek rakipleri karşısından önemli üstünlükler sağlayabilir. Bir firma değer yaratma sayesinde hem sermaye hem de vasıf açısından ilerler ve kârlılığı ile büyümesini arttırabilir.

Başarılı değer yaratıcı kurumlar sermaye yetersizliği gibi sorunlarla karşılaşmazlar. Ya kendi kaynaklarını kullanarak ya da finansal piyasalardan yeni projeler için finansman bulmak mümkündür. Değer yaratma sürecini başarıyla uygulayan firmaların projelerinin getirilerinin çok olacağı öngörüsü yatırımcılar arasında hakimdir.

Hızlı büyüyen ve kârlarını diğer şirketlere oranla daha hızlı arttıran şirketlerin, geleneksel mantıktan farklı olarak değer yaratma mantığı ile çalıştığı saptanmıştır¹²⁹. İşletmeler genel olarak sektörün durumunu veri olarak kabul edip, stratejik planlarını rakiplerine göre belirlerler. Oysa değer yaratma mantığı ile harekete geçen şirketler, rakipleriyle fazla kıyas yapmadan kendi planlarını yaratırlar. Burada esas sektörel veya faaliyet gösterilen alanda yeniliklere gidilmesi ve piyasa koşullarının verili olarak alınmamasıdır. Firmaların değer yaratma sürecindeki asıl hedefi, rakiplerine üstünlük sağlamak olmayabilir ama başarılı bir strateji sonucunda rekabet gücü elde edebilirler.

¹²⁹ W.C. Kim ve R. Mauborgne, **Değer Yaratma: Hızlı Büyümenin Stratejik Mantığı**, Harvard Business Review, 1996, s.34.

Değer yaratma süreci ve değer yaratma endeksleri, şirket birleşmeleri ve satın almaları için de önemlidir¹³⁰.

Değer Taşıyıcısı	<u>Tüketim</u> <u>mallarını</u> <u>kapsamayan</u> <u>imalat sanayi</u>	Değer Taşıyıcısı	<u>Tüketim</u> <u>mallarını</u> <u>kapsayan</u> <u>imalat sanayi</u>	Değer Taşıyıcısı	<u>E-</u> <u>ticaret</u>
<i>Yenilik</i>	Yüksek	<i>Yenilik</i>	yüksek	<i>Ortaklar</i>	yüksek
<i>Yönetim</i>	Yüksek	<i>Çalışanlar</i>	yüksek	<i>Yenilik</i>	yüksek
<i>Çalışanlar</i>	Yüksek	<i>Yönetim</i>	yüksek	<i>Gözlem</i>	yüksek
<i>Kalite</i>	Yüksek	<i>Ortaklar</i>	yüksek	<i>Marka</i>	düşük
<i>Marka</i>	Orta	<i>Marka</i>	orta	<i>Sayfa başına dakika</i>	düşük
<i>Teknoloji</i>	Düşük	<i>Teknoloji</i>	düşük	<i>Kullanım değişimi</i>	düşük
<i>Müşteri</i>	Düşük	<i>Müşteri</i>	düşük	<i>Kullanıcı yüzdesindeki değişim</i>	düşük

Yukarıdaki tablodan da anlaşılabileceği gibi, değer taşıyıcıları ve hangi değerlerin daha önemli olduğu endüstriden endüstriye farklılık göstermektedir. Mesela yönetim ve

¹³⁰ Kalafut ve Low, a.g.e., s. 12.

Çalışanlar imalat sanayinde önemli bir rol oynarken e-ticaret ile uğraşan şirketlerde bu unsurların rolü azalmaktadır. Bu yüzden değer yaratma sürecinde göz önüne alınması gereken faktörler şirketin nasıl bir faaliyette bulunduğu ile ilişkili olabilir.

Değer yaratma stratejileri genel olarak krlılıkta ufak artışlar yaratmaktansa, değer taşıyıcısı olarak kabul edilen etkenlerde radikal değişimleri hedeflemektedir. Rekabete odaklanmak yerine, daha önce bahsedilen değer taşıyıcılarını ileri bir seviyeye götürmek ön plandadır.

Geleneksel stratejik mantık ve değer yaratmaya dayalı mantık arasındaki farkları Kim ve Mauborgne beş boyutta zetlemektedir¹³¹:

1) **Sektörel varsayımlar:** Geleneksel mantığa göre, sektörün koşulları olduğu gibi kabul edilir ve değiştirmek için çaba harcanmaz. Oysa değer yaratma mantığında sektörün koşullarının değiştirilebileceği ve yeniden düzenlenebileceği düşünülür.

2) **Müşteriler:** Var olan müşteri kitlesinin elde tutulması geleneksel mantık için önemlidir. Bu açıdan, ürünlerin ve hizmetlerin farklılaştırılarak müşterilerin istekleri doğrultusunda sunulması amaçlanır. Değer yaratma mantığında ise şirket, müşterilerden bir kesimini kaybetmeyi göze alarak asıl hedef kitleye odaklanır.

3) **Stratejik odak:** Geleneksel mantıkla işletilen stratejik planda amaç rakipleri geçmektir. Fakat değer yaratmayı ilke edinmiş firmada rekabet esas unsur değildir ve şirket pazar payını arttıracak biçimde değerlerinde artışa gitmelidir.

¹³¹ Kim ve Mauborgne, a.g.e., s. 40.

4) **Varlık ve Yetenekler:** Firmalar geleneksel mantıkta, öncelikle ellerinde bulundurdukları varlık ve yeteneklerini kullanmayı düşünürler. Oysa değer yaratma mantığında şirketler kendilerini var olan varlıklar ve yeteneklerle sınırlandırmazlar, ve işe yeniden başlamak durumunda neler yapmaları gerektiğini de araştırırlar.

5) **Ürün ve Hizmet Arzları:** Geleneksel mantıkla işleyen firmalar için faaliyet gösterilen sektörün sınırları şirketlerin kapasitesini belirler. Amaç, belirli olan limitler içerisinde verilen ürün ve hizmetlerin en üst düzeye çıkarılmasıdır. Değer yaratıcısı şirketler ise, ürün ve hizmet arzlarını azami noktaya çıkaramasa da müşteriler için bütünsel çözümler üretmenin peşindedir.

BÖLÜM 3

BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜTÜ OLARAK DEĞER TAŞIYICILARIN UYGULANMASINA YÖNELİK ÖRNEK UYGULAMA

A) ÖRNEK OLAYIN AMACI VE İZLENEN YÖNTEM

Banka birleşmeleri Türkiye’de son yıllarda hızla artmıştır. Bunun nedeni ise öncelikle düşük maliyetli kaynaklara ulaşma ve sermaye tabanını güçlendirmedir. Banka birleşmelerinin gerek mikro gerekse makro düzeyde birçok nedeni olsa da, finansal yönü ülkemizde sermaye kaynağının düşük olması nedeniyle ön plana çıkmaktadır.

Çalışmanın uygulama aşamısında, birleşme kararı almış iki bankanın birleşme nedenleri araştırılmış, birleşmede etkili olan performans ölçütleri, sektörel değer taşıyıcıları ve bankaların birleşme sonrası değer taşıyıcıları tespit edilmeye çalışılmıştır.

1- ÖRNEK OLAY ŞİRKETLERİN TANITIMI

Örnek olayda, Finansbank A.Ş. ve National Bank of Greece bankalarının birleşmesi incelenmiştir. Finansbank 2005 yılında Morgan Stanley’i bankanın satışı kapsamında aracılık etmesi için görevlendirmiş, yaklaşık bir seneyi aşan süreçte birçok dünya devi banka ile görüşmelerini sürdürmüştür. Uzun süren müzakereler sonucunda 3 Nisan 2006’da Finansbank %46’lık hissesini ve kurucu hisselerini 2.8 milyar ABD Dolarına Yunanistan’da yerleşik, Balkanların da tanınmış bankası National Bank of Greece’e

satmıştır. Finansbank'ın eski sahibi Fiba Grubu %10'luk hissesini elinde tutmuş, kalan hisseler ise borsada işlem görmektedir.¹³²

Fiba Grup bünyesinde faaliyet gösteren Finansbank, Finansbank Malta (Finansbank A.Ş.'nin şubesi değil ayrı bir banka olup iştirakidir), Finans Portföy Yönetimi, Finans Leasing, Finans Yatırım satışa konu olan firmalar olup, grubun yurt dışında faaliyet gösteren Hollanda, İsviçre, Rusya, Romanya ve Ukrayna'daki bankaları Fiba Grubu bünyesinde kalmıştır.

Birleşme sürecinde, çalışmada bahsedilen değer taşıyıcılarının öneminin büyük olduğu öngörülmektedir. Hem bilanço büyüklüğü, hemde organizasyonel hacmin oldukça büyük olduğu birleşmede, sektörel değer taşıyıcılarının da önemli rol oynadığı düşünülmektedir.

Günümüz Türkiye bankacılık sektöründe, rekabetçi fiyatlar ve globalleşen ekonomi bir çok bankanın yabancı sermayeli büyük bankalarla birleşmeye yöneltmektedir. Türk bankalarının sektörde varlığını sürdürebilmesi için fiyatlamalarını düşürebilmesi, bunun için de yabancı kaynaklara kolay ulaşabilmesi zorunlu hale gelmiştir. Kaynaklara ulaşabilme, sektörün önemli değer taşıyıcılarından biri haline gelmiştir diyebiliriz. 1987 yılında 3 şube ile kurulan Finansbank,¹³³ 2006 yılına kadar 250 şubeye ulaşmış, ancak sektörde ki gelişmeler ve daha fazla büyümek nedenleri ile 2005 yılında kendine ortak aramaya başlamıştır.

Satış sürecinde, bankacılık sektörünün öncülerinden Citibank ile de görüşen Finansbank, çalışmada bahsedilen birleşmenin bir çok yönünün olduğu, hissedarların

¹³² Finansbank, "Özel Durum Açıklaması", 04/06/2006

¹³³ www.finansbank.com.tr, "Bizi Tanıyın"

kârlarını arttırmanın yanında diğer kriterlerinde ne derece önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

a) Finansbank A.Ş.

Hüsnü Özyeğin öncülüğünde kurulan Finansbank, 26 Ekim 1987 tarihinde faaliyete geçmiş olup, bugün yurt içinde 363 şubesi ile bankacılık hizmetlerini Türkiye'de yaygın olarak yürütmektedir.

2006 yılında şube açılışında rekor düzeyde büyümesiyle dikkati çeken Finansbank, artan müşteri sayısına 2007'de devam ettireceği görevliler tarafından belirtilmektedir.

2006 yılının Ağustos ayına kadar toplam 10 ülkede bankacılık yapan Finansbank, Türkiye dışında, İsviçre, Hollanda, Fransa, Almanya, Belçika, Rusya, Romanya, İrlanda'da ki bankaları ve Bahreyn'deki şubeleri ile hizmetlerini sürdürmüştür. Bu yapısı ile Finansbank yurtdışında en çok yatırımı olan ve en yaygın ağa sahip Türk bankası iken, 2006 yılının Ağustos ayında Yunanistan'ın en büyük bankası National Bank of Greece (NBG) ile yapmış olduğu anlaşma sonucunda, %46 hissesini NBG'ye devretmiştir.

Bu birleşme sonucunda, NBG'nin Güneydoğu Avrupa'da sahip olduğu lider konumu ile, Finansbank'ın Türkiye'deki yüksek büyüme potansiyeli bir araya gelmiştir.

Sağlanacak sinerjinin hızlı büyümeyi ve yüksek karlılığı desteklemesi planlanmaktadır. Birleşmenin planlanmasında, Finansbank'ın düşük maliyetli kaynaklara ulaşımı ile NBG'nin bölgedeki stratejik hedeflerinin bulunduğu düşünülmektedir.

2006 yılının sonu itibari ile Finansbank'ın toplam aktifleri, 2005 yıl sonuna göre reel %45 oranında büyüyerek 17.895,5 milyon YTL olarak gerçekleştirmiştir. Finansbank kredi büyümesini devam ettirerek toplam kredilerini 2006 yılının sonunda, 2005 yılına göre %45 arttırarak 11.174,7 milyon YTL'ye çıkarmıştır. %62 kredi/aktif oranı ile Finansbank, özel Türk bankaları içerisinde en müşteri odaklı bankalardan birisi olma konumunu sürdürmektedir.

Bu başarılı dönemin ardından Finansbank, net karını bir önceki yıla göre %107 oranında arttırarak 741 milyon YTL seviyesine çıkartmıştır.

İştirak satış kârı ve güçlü karlılığın olumlu katkısıyla Finansbank'ın toplam özkaynakları %43 oranında artışla yıl sonunda 2.154,7 milyon YTL'ye ulaşmış olup, özkaynaklardaki bu artış sonrasında sermaye yeterlilik rasyosu 2006 yıl sonunda %16.79'a ulaşmıştır.¹³⁴

b) Naitonal Bank of Greece

National Bank of Greece Yunanistan'ın en eski ve en büyük bankası olup, aynı zamanda ülkenin en güçlü finans sektöründe faaliyet gösteren grubudur. Güneydoğu Avrupa ve Doğu Akdeniz'in birçok yerinde faaliyet göstermektedir.

1841 yılında ticari banka olarak kurulan NBG, 1928 yılında Bank of Greece'in kuruluşuna kadar ülkenin para basan kuruluşu da olmuştur. Açıldığı günden itibaren Yunan Borsasında işlem gören NBG, 1999 yılından beri New York Borsasında da hisseleri işlem görmektedir.

¹³⁴ Finansbank, a.g.e.,

NBG Yunanistan’da ticari kurumların ve bireysellerin her türlü finansal piyasalar daki ihtiyaçlarını karşılamak üzere yatırım bankacılığı, finansal aracılık hizmetleri, sigorta, varlık yönetimi, leasing ve faktoring gibi alanlarda hizmet vermektedir.

Bankanın şube ve hizmet ağı Yunanistan’ın en büyüğüdür. Yurt içinde bulunan 570 şubesi ülkesinin her noktasına ulaşmaktadır. Yıllar itibari ile Avrupa ve Balkanlar’da büyüyen grubun şube, müdürlükler ve ofisler toplamında 868 bürosu bulunmaktadır. Yunanistan dışında 12 ülkede faaliyet gösteren, bu ülkelerdeki organizasyonunu 7 banka 19 finansal kuruluş ile organize eden NBG bölgede etkin bir oyuncu olarak tanınmaktadır.

Hisselerinin %75’i ulusal ve uluslararası kurumsal ve bireysel yatırımcıların elinde bulunmakta, kalanı ise bazı emekli fonları, kamu kurumları ve bankanın kendi iştiraklerinden oluşmaktadır. Aktifleri toplamı 2006 sonu itibari ile 76,650 milyon Avro olup vergi öncesi kârı ise 1,268 milyon Avro’dur.¹³⁵ Piyasa değeri ise 16 milyar ABD Doları olarak belirtilmektedir.

2. TÜRKİYE BANKACILIK SEKTÖRÜ

Güçlü ve istikrarlı bir ekonominin varlığı, sağlam bir ulusal para ve güçlü bir finansal sektör ile mümkündür. İstikrar içinde, sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasında ki temel etkenler, nüfus artışı ve doğal kaynaklar yanında teknolojik yenilikler ve sermaye birikimidir.

¹³⁵ www.nbg.com, “Kurum Bilgilendirmesi”

Finansal sektör büyüme sürecinde önemli bir rol oynar. Çünkü sermaye birikiminin sağlanması, hem finansal kaynakların toplanmasının ve kullanılmasının hem de yeni teknolojilerin yaratılmasının önemli bir parçasıdır.

Finansal sektörün varlığı bilginin ve kaynakların toplanması, değerlendirilmesi ve aktarılması maliyetini düşürür, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için etkinliği ve verimliliği sağlar; bu da büyümeyi olumlu yönde etkiler.

Finansal sektör tarafından verilen hizmetler dört grupta toplanabilir: tasarrufların harekete geçirilmesi, riskin dağıtılması, kaynakların kullanılması, kullanılan kaynakların izlenmesidir.

Kaynakların harekete geçirilmesi: Bireylere ve kurumlara ait tasarruflardan oluşan finansal kaynakların aracı kurumlarca toplanarak belli bir ölçeğe getirilmesi yatırımların büyüklüğünü etkiler, aksi durumda ölçek yapıları çok daha küçük kalır. İyi organize olmuş bir finansal sektör çok küçük miktarlardaki kaynakları toplar. Böylece ekonomik olarak karlı yatırımlar yapılabilir, bu da yatırımların etkinliğini artırır, dolayısıyla da girişimcinin yatırım tercihini olumlu etkiler. Sonuçta büyüme olumlu etkilenir.

Risklerin dağıtılması: Finansal sektör bireysel ve kurumsal yatırımcılar için beklenmedik, öngörülmedik veya hesaplanması çok kolay ve ucuz olmayan riskler için özel bir sigorta sağlar. Böylece bireysel yatırımcı hem yatırımları için getiri elde eder, hem de likidite riskini çok düşük düzeye indirmiş olur. Sonuçta, getirili ve uzun dönemli, geri dönüşlü projeler finanse edilebilir. Hizmetlerin farklılığı riskin fiyatlanmasına ve yönetilmesine yardımcı olur, bu durum bireysel risklerin daha iyi dağılmasını sağlar. Büyüme ve yatırımlar daha yüksek getirili ve dolayısıyla hesaplanabilir riskli projelerin finansmanının sağlanması yoluyla gerçekleştirilebilir.

Burada üzerinde hassasiyetle durulması gereken konu risklerin ölçülebilmesi, yönetilebilmesi ve doğru fiyatlanabilmesidir.

Kaynakların yeni projelere sunulması: Bireysel tasarruf sahipleri açısından yeni projeler için bilginin toplanmasının ve değerlendirilmesinin maliyeti finansal aracılık işleminin olmadığı durumlara göre oldukça yüksek olabilir, bu nedenle getirisi yüksek çok değerli projelere finansman sağlanamayabilir. Oysa finansal araçlar bilginin toplanması ve değerlendirilmesinde uzman kuruluşlardır, küçük tasarrufların düşük maliyetle yüksek getirili yeni projelerin finansmanında kullanılmasını sağlayabilirler. Tasarrufların verimli ve yüksek getirili yeni projelerin kullanılmasında etkinliğinin sağlanması büyümeye katkıda bulunur.

Kaynakların izlenmesi: Finansal sektör aynı zamanda yatırımların izlenmesi hizmetini görür, bu da kaynakların kötü kullanılmasının riskini azaltır. Finansal sektörün varlığı, yatırımların tasarruflar veya yatırımcılar tarafından gruplar oluşturularak izlenmesinin maliyetini azaltır. Finansal kurumların fonksiyonel ve bölgesel anlamda gelişen uzmanlıkları izlenme maliyetini dolayısıyla aktarma maliyetini düşürür.¹³⁶

i) Uluslararası Gelişmeler

Uluslararası ekonomik ilişkilerde, son dönemlerde en çok sözü edilen konuların başında küreselleşme gelmektedir. Küreselleşme, ekonomik ve finansal konularla finansal sektörün rekabet şartlarına bir ülke bazında veya ülke gözüyle değil, evrensel bir yaklaşımla bakılması olarak değerlendirilebilir.

Ana fikri serbestleşme ve entegrasyon olan uluslararası ticaretin ve ekonomik ilişkilerin gelişmesine ve büyümesine uluslararası siyasi alanda yaşanan yumuşama,

¹³⁶ TBB, “Türk Bankacılık Sektörü”, 2004, s.1.

teknolojik devrimin de katkısıyla haberleşme ve ulaşım alanındaki gelişmeler çok olumlu katkılar yapmıştır. Bu gelişmede sermaye hareketlerinin serbestçe dolaşımı da önemli rol oynamıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, yeni finansal kurumların oluşturulması, yeni dijital teknoloji tam anlamıyla entegre olmuş, küresel bir piyasa oluşturulmasına ortam hazırlamıştır.

Uluslararası ekonomik ilişkilerin düzenlenmesinde uluslararası kuralların ve kurumların oluşturulması büyük önem kazanmıştır. Mümkün olan çok sayıda ülkenin entegrasyon sürecine katılmalarının sağlanması, uluslararası alanda ekonomik ilişkilerin yoğunlaşarak sürdürülmesi, ekonomik büyümenin kaynağı ve sonucu olarak görülmektedir.

Finansal piyasalardaki globalleşme ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında uyum sürecinde sorunlar yaşanmış, başka ülkelerdeki ekonomik krizler mal alım-satım ilişkisi aranmaksızın bütün ülkeleri etkiler hale gelmiştir.

Başlangıçta sınırlı sayıda ülkede yaşanan krizler, zamanla birçok ülkede etkisini göstermeye başlayıp dünya ekonomisinde istikrarsızlıklara neden olunca gelişmiş ülkeler ve uluslararası kuruluşlar bir araya gelerek sorunun çözümüne yönelik arayış içine girmişlerdir. Bu da başta gelişmekte olan ülkeleri, finansal sistem ve ekonomik yapıların güçlendirilmesini sağlayacak reformlar geliştirmeye yöneltmiştir.

Ülkemizde bu süreçte payını almış, 2001 krizinden sonra bankacılık sektöründe ciddi reformlara gitmiştir. Ülkemizdeki banka sayısı azalmış, bankaların sermaye yeterlilik rasyoları arttırılmış, sadece güçlü bankaların kaldığı, rekabetin arttığı, bankaların krizlere daha dayanıklı hale geldiği bir finansal piyasa oluşmuştur.

ii) Türk Bankacılık Sistemindeki Gelişmeler

1990'lı yıllardan beri uygulanan hatalı uygulamaların sonucu, Türk Bankacılık Sektörü kırılmanlaşmış, ciddi bir riske maruz kalmıştır. Ülkenin ekonomik belirsizliği ile beraber bankalara büyük esneklik sağlanmış ve denetim mekanizması fonksiyonlarını yerine getirememiştir.

Bankaların sermayelerine oranla aşırı risk üstlenmelerine izin verilerek, düşük kaliteli kredilendirme ve karşılıkların ayrılmaması, en düşük sermaye yeterliliği rasyo uygulaması ile getirilen disiplinin bozulmasına neden olmuştur. Finansal kurumların ortaklarına ait şirketlere açılan kredi bağlantıları doğru belirlenememiş veya belirlemelere ilişkin yaptırımlar etkisiz, bu nedenle, kredi risklerinin izlenmesi son derece sınırlı kalmıştır.

Tüm bu gelişmeler bilançonun yönetilmesini güçleştirmiştir. Aktif kalitesinin bozulmasına, likiditenin azalmasına, riskler ile karşılaştırıldığında kârlılığın çok düşük düzeylerde kalmasına, özkaynaklarda ki büyümenin sınırlanmasına neden olmuştur.

Yeniden yapılandırmaya bankacılık sisteminin yaklaşımı, Dünya ekonomisinde ve Türkiye'de yaşanan gelişmeler ulusal ekonomilerin ve piyasaların güçlü, sağlıklı olmasının ülke ve dünya ekonomisinin istikrarı açısından ne kadar önemli olduğunu açıkça ortaya koymuştur. Güçlü bir finansal sistem, güçlü finansal kuruluşların varlığını gerektirmektedir. Bu nedenle bankaların mali bünyelerinin iyileştirilmesi, yeniden yapılandırılması her zamankinden daha büyük bir önem arz etmektedir.

Bankacılık sisteminde reformun amacı, sistemdeki tüm bankaların uluslararası kabul görmüş standartlara göre yeniden yapılandırılması, faaliyetlerinin etkin olarak denetlenmesi, bilançolarının güçlendirilerek yatırımcılara şeffaf hale getirilmesidir. Bu

amaçla kamu bankalarının da halka açılması sağlanarak bu sürecin hızlandırılması, reformların ve denetimlerin banka dışı kesimler için de eşzamanlı olarak gerçekleştirilmesi son derece önem taşımaktadır.

Bunlar göz önüne alındığında, Türkiye’de bankacılık rehabilitasyonunda en çok başvurulan yöntemler uygulanmıştır, bunlar;¹³⁷ Sermayenin güçlendirilmesi, yönetim kalitesinin artırılması, banka ortaklık yapısının güçlendirilmesi, rekabetçi yapının iyileştirilmesi, koşullu olarak bankaya likidite desteğinin sağlanması, iştiraklere ve bağlı kurumlara verilecek kredilerin sınırlandırılması ve bu uygulamaların ciddi bir kontrol sistemi ile denetlenmesidir.

2007 Haziran ayı itibari ile, Türkiye’de bankacılık ve finansal aracılık faaliyeti gösteren 50 banka bulunmaktadır. 2006 Aralık sonu verilerine göre Türk Bankacılık sektörü bilançosunun aktif toplamı 499,7 milyar YTL’dir. Toplam pasiflerin %87.6’sı yabancı kaynaklardan, %12.4’ü özkaynaklardan oluşmaktadır. Sektörün Nisan 2007 net karı ise 4.7 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.¹³⁸

¹³⁷ Türk Bankacılık Sektörü, a.g.e., s. 10.

¹³⁸ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Aylık Bülten, Nisan 2007, s. 2.

B) FİNANSBANK – NBG BİRLEŞMESİNDE DEĞER TAŞIYICILARININ DEĞERLENMESİ

1-FİNANSBANK - NBG BİRLEŞMESİNDE ETKİLİ OLAN PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ

Çalışmanın ikinci bölümünde, finansal ve finansal olmayan performans ölçütlerinden bahsedilmiştir. Uygulama konusu olan iki bankanın birleşmesinde, bir yıldan fazla süren müzakerelerde bir çok finansal ve finansal olmayan performans ölçütlerinin değerlendirildiği görülmektedir. Öncelikle finansal performans ölçütleri ele alınabilir.

a) Birleşmede Etkin Rol Oynayan Finansal Performans Ölçütleri

Maliyetlerini düşürebilme Finansbank açısından en büyük finansal sebep iken, Yunanistan ve GüneyDoğu Avrupa'nın önemli bankalarından biri olan NBG için ise pazarını büyütme ve kârlılığını arttırma, başta gelen finansal sebeplerdir.

Finansbank 1987 yılında başlayan bankacılık faaliyetini 2005 yılına kadar başarı ile getirmiş, ancak globalleşen ekonomi ile verilecek kredilerin fiyatlarının yıllar itibari ile rekabetçi olması, kendi kaynakları ile bulduğu kredilerin ise rekabetçi olmaması nedeniyle yeni yöntemler aramaya başlamıştır. 2005 sonu itibari ile 5.2 milyar Avro kredi satmış olan Finansbank, gelecek dönemlerde yeterli kârlarla kredi satamayacağını anlamış ve yurt dışından daha düşük maliyetli kredi bulabilmek, sektörde devamlılığını sürdürebilmek için yabancı bir ortak aramaya başlamıştır.

Bankacılığın temel prensibi, mevduat ile para toplayıp, daha yüksek oranla kredi olarak parayı satmak olduğu bilinmektedir. Ancak toplanan mevduat, banka hazineleri tarafından değişik vadelerde çeşitli enstrümanlar ile işlem yapılmakta, bu sebeple sadece tüzel ve gerçek kişilerden toplanan mevduat yeterli olmamaktadır. Bu sebeple bankalar, yurt içi ve yurt dışı bankalar ile yüksek tutarlarda borçlanmakta, borçlandıkları paranın maliyeti tekrar kredi olarak satılırken oluşan fiyatlama da büyük önem kazanmaktadır.

Bankalar arası borçlanmada, globalleşen ekonomi ile daha da kolaylaşmış ancak fiyatlama, bankaların büyüklüğü ve içsel-dışsal derecelendirme (rating) notlarına göre oluşmaktadır. Ülkeler arası para hareketlerinin kolaylaşması ile aynı zamanda büyük şirketler de yurt dışında kredi bulabilmekte, küçük ölçekli bankaların işleri daha da zorlaşmaktadır.

Finansbank için finansal performans ölçütü olarak birleşmeye iten en büyük neden yukarıda bahsedilen sebep olmuştur. Satışı sırasında kurumsal, ticari, kobi bankacılığı segmentlerinin her birinde %6 pazar payı olan Finansbank,¹³⁹ ilerleyen yıllarda pazar payını arttırmak için bir başka güce ihtiyacı olduğunu farketmiştir.

Finansal performans ölçütü olarak Finansbank için önemli bir diğer sebep ise sermaye arttırımıdır. NBG birleşme sonrasında Finansbank'ın sermayesini arttıracağını belirtmiş, stratejik olmayan bölgelerden, yüksek oranlı büyüme olan ülkelere sermaye aktaracağını belirtmiştir.¹⁴⁰

¹³⁹ NBG (1), "Growth, Restructuring, Integration: A Roadmap to Regional Leadership", **Investor Day**, London, 22.02.2007, s. 8.

¹⁴⁰ NBG (1), a.g.e., s. 6.

Sermaye, Türkiye Bankacılık Sektöründe son düzenlemelerden sonra kredi verme hacmi bakımından çok önemli bir yer almıştır. Sermaye gücü ile birlikte kredi verilen firmaların derecelendirmeleri (rating) ile oranlı karşılığında ayrılan sermayede değişmektedir. Bu anlamda Finansbank, hem sermayesini arttıracak hem de NBG derecelendirme sistemlerinden de faydalanacaktır.

Finansal performans ölçütleri bakımından NBG ise, temel anlamda Türkiye pazarına girerek kârlılığını arttırmayı planlamaktadır. NBG, Yunanistan dışında Sırbistan, Romanya, Bulgaristan, Arnavutluk'ta faaliyet göstermekte olup, bu ülkelerin nüfusları toplamı 53.7 milyon iken Türkiye nüfusu 70.7 milyondur. Gayri Safi Milli Hasılları toplamı ise 376.4 milyar Dolar iken Türkiye'nin tek başına 367 milyar dolardır.¹⁴¹

Rakamlardan görüldüğü gibi Türkiye NBG için çok büyük bir pazardır. NBG Grubu konu birleşme ile, 943 milyon Avro olan vergi öncesi kârını 1.293 milyon Avro'ya çıkarmıştır.¹⁴²

NBG 2009 yılına kadar Finansbank'ın mevcut 363 şube sayısını 550'ye çıkarmayı planlamaktadır.¹⁴³ Stratejik bölgesel kararların dışında, büyüyen Türkiye pazarından Finansbank'la elde ettiği geliri de arttırmayı planlamaktadır.

b) Birleşmede Etkin Rol Oynayan Finansal-Olmayan Performans Ölçütleri

Finansbank, Türkiye'de özel bankalar arasında ilk 5 içinde bulunmakta olup Finansbank ismi güçlü bir marka olmuştur. Birleşme sürecinde NBG yetkililerinin Türk müşteri profilini incelemesi ve Türk banka müşterilerinin %80'inin bankalarını hiç değiştirmediklerini, kalan %20'nin ise servis kalitesi ve fiyatlama yüzünden değişikliğe

¹⁴¹ Nüfus: 2005 sayımı, GSMH: 2004 sonu itibari ile

¹⁴² NBG (2), "Acquisition of a Controlling Interest in Finansbank", 03.04.2006, s. 11.

¹⁴³ NBG (1), a.g.e., s. 14.

gittiğini görmesi, karar aşamasında oldukça büyük rol oynamıştır. ¹⁴⁴ Türk müşteriler bankalarına sadık müşterilerdir, bu anlamda banka isminin markalaşması Finansbank’a ciddi bir finansal olmayan performans katmaktadır.

Finansbank 2002 yılında teknolojik altyapısına büyük yatırım yapmıştır. Kullanmakta olduğu bankacılık sistemini, yazılımını kendi grup firması olan IB Tech’e hazırlattığı Core-Finans ile değiştirmiş, ilerleyen dönemlerdeki teknolojik maliyetlerini oldukça düşürmüştür. İyi bir teknolojik altyapı aynı zamanda Finansbank’ın anahtar finansal olmayan değerlerinden biri olmuştur.

Finansbank’ın yöneticilerini kendi bünyesinden çıkarması, üst yönetim kadrosunun yıllar boyu Finansbank’ın yurtdışı iştiraklerinde de tecrübeli olması, NBG için bir seçim sebebi olmuştur. Uluslararası deneyimli güçlü bir yönetim kadrosu bulunan Finansbank’ın yönetiminde, birleşmeden sonra da değişiklik yapılmamıştır. Aynı zamanda dinamik satış dürtüsü olan, deneyimli ve birikimli bir kadrosu olan bankanın çalışan kalitesi ve insan kaynakları yönetimi yine finansal olmayan performans ölçütü olarak değerlendirilmiştir.

Finansbank’ın büyüme odaklı stratejisi ve bu stratejiyi destekleyen altyapısı, satış sürecinde göz önünde bulundurulmuştur. NBG grubunun önümüzdeki yıllara ait stratejilerine, Finansbank’ın da birleşmesiyle oluşacak sinerji, birleşmenin sonuçlanmasında anahtar sebeplerden biri olmuştur. Bu sebeple, Finansbank’ın büyümeye odaklı stratejisi de birleşmede etkin rol oynayan finansal olmayan performans ölçütlerinden biri olarak sayabiliriz.

¹⁴⁴ NBG (2), a.g.e., s. 27.

Genel olarak baktığımızda birleşmelerde performans ölçütlerinde finansal değerler ne kadar önemli olsa da Finansbank – NBG birleşmesinde finansal olmayan değerlerin de ne kadar büyük rol oynadığı görülmektedir. Teknoloji, banka stratejisi, sektörel etkenler bir yana, bütün sektörlerde olduğu gibi özellikle bankacılık sektöründe çalışan kalitesi, beyin gücü firmanın değerini, performansını belirleyen en önemli etkenlerden biridir. NBG'nin Finansbank'ın çoğunluk hissesini almasına rağmen yönetime hiç karışmaması, yöneticileri hiç değiştirmemesi, bankanın performansından memnun olduğunun ve bu performans da yöneticilerin etkisinin bilincinde olduğunun en temel göstergesidir. Bir sonraki bölümde bankacılık sektörü değer taşıyıcılarına geçmeden, çalışanların deneyim ve uzmanlığı bir değer taşıyıcısı olarak tanımlanabilir.

2. BANKACILIK SEKTÖRÜ DEĞER TAŞIYICILARI

Çalışmanın ikinci bölümünde değer taşıyıcılarından bahsedilmiş, kısaca şirketlerin değerlerini etkileyecek değerler olarak tanımlanmıştı. Değer taşıyıcıları tek başına hareket etmeyip, beraber değer katarlar, gözlenen bilgilerin ortaklaşa çalışmasıyla hizmet verirler.¹⁴⁵ Örnek olay Finansbank ve NBG birleşmesinde, birleşmeyi etkileyen, bankacılık sektörü ile ilgili değer taşıyıcıları, yukarıda yapılan tanım doğrultusunda ortaya konmaya çalışılacaktır.

Birleşmede etkin rol oynayan değer taşıyıcılarından biri **büyüme beklentileridir** diyebiliriz. Türk bankacılık sektöründe ki 2001 krizinden sonra yapılan reformlar, sektörün toparlanması ve bankacılık sektörünün büyüme beklentilerinin artması, NBG

¹⁴⁵ Çelik, Markarian, Previts, a.g.e., s. 69.

Grubu için birleşme aşamasında önemli bir rol oynamıştır. Türkiye pazarı NBG Grubunu Güneydoğu Avrupa’da büyüme stratejisi kapsamında bölgede ki en büyük pazardır.

Diğer bir etkili değer taşıyıcısı **pazar payındaki artıştır**. Finansbank’ın kuruluşundan günümüze büyüme odaklı altyapıyı oluşturması, özellikle satış aşamasının olduğu yıllarda şube ağını, bilançosunu yüksek montanlı büyütmesi, NBG’nin Güneydoğu Avrupa’da büyüme stratejileri ile birleşmiş, birleşmenin başarı ile tamamlanmasında büyük rol oynamıştır.

Bankacılık sektörü değer taşıyıcılarından bir diğeri **teknolojik altyapıdır**. Bankalar artan rekabet ile müşteri memnuniyetinin önemini fark etmiş, müşteriye en hızlı ve en kaliteli servisi vermenin iyi bir bankacılık sistemi ile olacağını tespit etmişlerdir. Finansbank 2002 yılında kendi bankacılık sistemini kurmak için ciddi yatırımlar yapmış ve yeni sisteme geçerek sorunsuz servis vermeyi başaramıştır.

Bankacılık bir servis sektörü olduğu için, pazarlamacıların yani bankacıların tecrübe ve donanımı başarıda temel faktörlerden biridir. Bu anlamda **kalifiye çalışan**, sektörün diğer bir değer taşıyıcısıdır. NBG Grubunun Finansbank birleşmesi sonucunda yapılan raporlarında, bir çok yerde güçlü yönetici kadrosu avantajından bahsetmektedir.¹⁴⁶

Sektörün dışsal değer taşıyıcılarından biri de, **ülke ekonomisi ve dünya ekonomisidir**. Bankaların altyapıları 2001 yılından sonra her ne kadar güçlü kurulsun da, ekonomik bir çalkantı, bankaları zor duruma düşürebilir. Türkiye’nin güçlenmekte ve büyümekte olan ekonomisi, birleşmede etkin rol oynayan dışsal değer taşıyıcılarından biridir.

¹⁴⁶ NBG (2), a.g.e., s. 5.

Sektör için önemli bir diğer soyut değer taşıyıcısı **markadır**. Bankacılık sektörü para ile ilgili olduğu için güvene dayalı bir sektördür. Bu anlamda markalaşma, müşterilere güven getirmektedir.

Bankacılık sektörü için önemli bir diğer değer taşıyıcı **sermayedir**. Bankalar verdikleri krediler karşısında sermayesinden pay ayırmak zorundadırlar. Bu sebeple satabilecekleri nakdi-gayrinakdi krediler sermaye büyüklükleri ile orantılıdır. Bu anlamda bilanço yapısı kuvvetli, sermayesi yüksek bir bankanın değeri daha yüksek olduğu öngörülür.

İkinci bölümde belirtilen genel değer taşıyıcıları bankacılık sektörü için de geçerlidir, ancak yukarıda bahsedilen değer taşıyıcıları, yapmış olduğumuz çalışma sonucunda ortaya konmaya çalışılmış bankacılık sektörü değer taşıyıcılarıdır. Kısaca yapmış olduğumuz çalışma sonucunda, birleşmede önemli rol oynayan ve değer taşıyıcıları kavramı kapsamında ulaşılan bankacılık sektörü değer taşıyıcıları aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- 1) Büyüme Beklentileri
- 2) Pazar Payındaki Artış
- 3) Teknolojik Altyapı
- 4) Kalifiye Çalışan
- 5) Ekonomi
- 6) Marka
- 7) Sermaye

3- BİRLEŞME SONRASI BANKANIN DEĞER TAŞIYICILARININ DEĞERLENMESİ

Finansbank ile NBG birleşmesi Mart 2006 sonu itibari ile kesinleşmiş, operasyon ise Ağustos 2006'da tamamlanmıştır. Birleşmeden sonra henüz bir sene geçmiş olmasına rağmen, birleşme öncesi belirlenen değer taşıyıcılarının ne kadar doğru tespit edildiği, stratejilerinin belirlenen şekilde devam etmesinden tespit edilmektedir. Yukarıda belirtilmiş olan değer taşıyıcıları, grubun yeni stratejilerinin de temelini oluşturmaktadır.

Birleşme sonrası grubun değer taşıyıcılarını belirlemeden NBG ve Finansbank'ın birbirlerine katkılarından bahsedebiliriz;

NBG

-Güçlü grup kredi derecelendirmesi ve borç-karşılık oranı ile Finansbank'a düşük maliyetle fonlama imkanı sağlamaktadır.

-Mortgage konusunda sektörde tecrübeli ve yüksek hacimli pozisyonu, Türkiye'de yeni başlayan enstrümanda Finansbank'a avantaj sağlamaktadır.

-Merkezi risk yönetimi, denetim ve hazine operasyonları verimli olmaktadır.

-Çevre bölgelerdeki güçlü pozisyonu, Finansbank'ın uluslararası ilişkilerinde destek sağlamaktadır.

FİNANSBANK

- Kredi kartı pozisyonu güçlüdür ve proje finansmanı konusunda deneyimlidir.
- Agresif ve güçlü satış becerisi bulunmaktadır.
- Gelişmiş alternatif dağıtım kanalları dağılımı vardır.
- Grup ile kredi kartı, operasyon ve banka teknolojisi alanlarında sinerji sağlanmış olup maliyetleri düşürmektedir.¹⁴⁷

İki bankanın birbirlerine sağladıkları avantajlar ortaya konmuş olup, belirlenen beraber uygulanacak stratejiler aşağıdaki gibidir:

- Mobil satış ekipleri, örnek mortgage için.
- Şubelerde spesifikleşme, örnek kredi kartı şubeleri, tüketici kredisi şubeleri.
- Ulaşımı kolay ödüllü bir telefon bankacılığı sistemi.
- Geliştirilmiş internet bankacılığı satış kanalları.
- Pazarlama yönü kuvvetli yeni personel alımı.

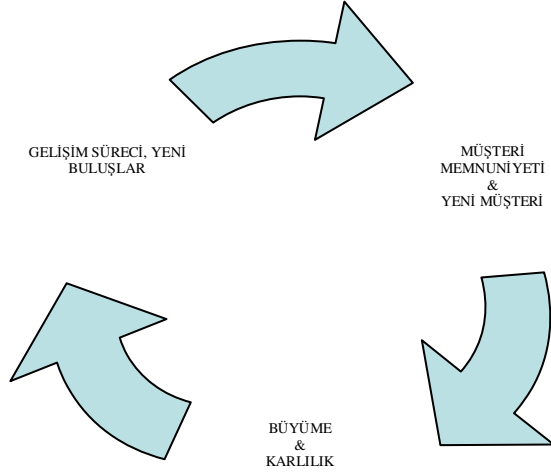
Grubun planlarında, müşteri memnuniyetini ön plana alarak mevcut müşteriye bağlı kılmak, yeni müşteri kazanmak ve büyüyerek kârlılığı arttırmak birincil hedefleridir.

Grup büyüme ve kârlılığı aşağıdaki döngü ile ifade etmektedir.¹⁴⁸

¹⁴⁷ NBG (3), “2nd Repeat General Meeting of Shareholders”, 2006, s.9.

¹⁴⁸ NBG (4), “A Roadmap to Regional Leadership, Finansbank: An excellent platform for growth in the Turkish Market”, 2007, s. 14.

Şekil 5. Büyüme-Karlılık Döngüsü



Birleşmenin bankaların hazineleri açısından, döviz pozisyonları ve pozisyonlarına karşılık olarak yapıcıları işlemler açısından da sağladığı avantajlar bulunmaktadır. NBG'nin Avro pozisyonunun baskın olması, Finansbank'ın ise ABD Dolar pozisyonunun baskın olması parite dalgalanmaları esnasında gruba avantaj sağlayacaktır.¹⁴⁹

Grubun anahtar stratejileri ve değer taşıyıcıları arasında agresif satış ve gelir sinerjisi, güvenli network ağı, güvenilir fon kaynakları, ihtiyatlı risk yönetimi, iyi insan kaynakları yönetimi, büyüme ve kârlılık odaklı olmak vardır.¹⁵⁰

NBG grubu birleşme sonrasında Güneydoğu Avrupa'da 11.5 milyar Avro Pazar payı ile Avrupa'nın 35. en büyük bankası, Yunanistan ve bölgenin önde gelen finansal kurumu hale geçmiştir. NBG markasının bölgede bütünleşmesi, merkezi denetim, risk yönetimi ve hazine operasyonları, ortak teknolojik altyapı oluşturulması, kobi bankacılığında önde gelen pozisyon almak, grubun yeni değer taşıyıcıları olacaktır.

¹⁴⁹ NBG (3), a.g.e., s. 11.

¹⁵⁰ NBG (4), a.g.e., s. 15.

SONUÇ

Şirket birleşmeleri, küreselleşmenin bir sonucu olan ulusal pazarlardan uluslararası pazarlara geçişin vazgeçilmez bir olgusu olmuştur. Şirket birleşmeleri kısaca iki şirketin birleşerek yeni bir tüzel kişilik olması veya bir şirketin diğerini satın alarak hissedarlarının değişmesidir.

Şirket birleşmelerinin bir çok sebebi olmakla beraber, birincil sebep şirketlerin kârlarını arttırmasıdır. Küreselleşme ile beraber uluslararası pazarlara girmek kolaylaşmış, uluslararası pazarlarda faaliyet göstermek için yerel pazarda mevcut bir şirket deneyimi ile faaliyet göstermek, avantajlı olduğu için uluslararası birleşmeler de günümüzde çok artmıştır. Ekonomilerde yeni oluşan rekabet koşullarına uyum sağlayabilmek önem kazanmış, stratejik birleşmelerinde sayıları gün geçtikçe artmıştır.

Şirketler, yeni pazarlara girmek, riski dağıtmak, maliyetleri düşürmek, ölçek ekonomilerden faydalanmak gibi birçok nedenle birleşmeye yönelmekte olup, bütün faydaların oluşturacağı sinejiden kazanç sağlamayı hedeflerler.

Şirketlerin birleşme kararı ardından izlenecek bütün adımlar büyük önem taşır. Birleşme kararı alınırken, hedeflenen amaçların doğru belirlenmesi önemlidir. Birleşme sonrası gerçekleşecek performans da amaçların doğru belirlenmesi ile direk bağlantılıdır. Birleşme kararı alan iki şirketin birleşme sürecini başarı ile tamamlayabilmesinde bütün adımların dikkatli ve özenle tamamlanmasına bağlıdır. Aynı zamanda iyi bir fizibilite, projeksiyon yapılmadan birleşmeye kalkışmak çoğu zaman başarısızlıkla sonuçlanacaktır.

Birleşmenin finansmanının doğru belirlenmesi birleşme sonrası beklentilerin karşılanması ile direkt bağlıdır. Yeni şirketin performansı ancak doğru belirlenmiş bir finansman maliyeti ile olabilir. Birleşmenin finansmanın bu derece büyük önem taşıdığı şirket birleşmelerinde, şirketlerin değerlendirilmesi büyük önem kazanmaktadır. Şirketlerin defter değerinin belirlenmesinde şirketlerin aktifleri dışında performans ölçütleri de büyük önem taşımaktadır. Şirketlerin performanslarını etkileyen unsurlar doğru belirlenmeli ve yöneticiler tarafından gerekli önem gösterilmelidir.

Şirketlerin performanslarını, değerlerini etkileyen faktörlere “Değer Taşıyıcıları” denmektedir. Günümüzde, değer taşıyıcıları kavramı şirket değerlerinin belirlenmesinde, performanslarının belirlenmesinde büyük önem kazanmıştır. Bir sektördeki değeri arttıracak değer taşıyıcılarını bulmak zor ve yaratıcı bir süreçtir. Değer taşıyıcıları genel anlamda firmanın performansını etkileyen her türlü performans değişkeni olarak görülebilir.

Değer taşıyıcıları sektörel farklılık gösterebilir; Satış büyüme oranı, işleyen kâr marjı, mal piyasaları, döviz piyasaları, enflasyon, faiz oranları, para arzı, tüketici harcamaları, kalite, teknoloji ve marka bazı değer taşıyıcılarına örnek olabilir.

Şirketler için performans ölçütlerini dikkatli yönetmek uzun zamandır önemlidir. Maliyetler, üretkenlik, etkinlik, üretim zamanlaması uzun süreden beri şirketlerin devamlı dikkat ettikleri göstergeler olmuşlardır. Birleşmelerde ise, performans ölçümü önemli adımlardan biridir, günümüz performans ölçütleri daha kapsamlı hale gelmektedir. Performans ölçümünde birleşme aşamasında önemli bazı değer taşıyıcıları büyüme beklentileri ve pazar payındaki artıştır.

Çalışmanın son bölümünde, bankacılık sektöründe uluslararası bir birleşme incelenmiş ve birleşmede etkin rol oynayan değer taşıyıcılarının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bankacılık sektöründe düşük kaynak maliyeti birincil değer taşıyıcısı olarak belirlenebilir. Şube sayısının artması, yöneticilerin deneyimli ve iyi pazarlamacı olması, teknoloji, marka, yüksek sermayeye sahip olma, sektörün bazı değer taşıyıcıları olarak tanımlanabilir.

Ulusal pazarlardan uluslararası pazarlara geçişin arttığı, rekabet koşullarının hızla değiştiği yeni ekonomide, şirket birleşmeleri hızla artmakta, şirketlerin performanslarını etkileyen değer taşıyıcıların doğru belirlenmesi büyük önem kazanmaktadır. Değer taşıyıcılarını doğru belirleyen, içsel değer taşıyıcıları doğru yönetip, dışsal değer taşıyıcılarını öngörebilen şirketler günümüz ekonomisinde başarı ile faaliyeti sürdüreceklerdir.

KİTAPLAR

Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş 6. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, İstanbul, 1995.

Berk, Niyazi, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1990.

Brealy, Richard ve Stewart Myers, **Capital Investment and Valuation**, McGraw-Hill, 2002.

Brenner, G. Ewan ve H. Custer, **The Complete Handbook for the Entrepreneur**, Prentice Hall Inc., 1990.

Brigham, Eugene F., **Finansal Yönetim Temelleri**, (Çev: Özdemir Akmut, Halil Sarıaslan), Cilt1, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No: 206, 1996.

Chan, Kim W. ve Renee Mauborgne (1996), **Değer Yaratma : Hızlı Büyümenin Stratejik Mantığı**, Harvard Business Review, 1996.

Cooke, F. Terence, **Mergers and Acquisitions**, U.K., 1986.

Çelik, Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999.

Engür, Erhan, **The Emergence and Development of Management Buy-Outs and Their UK Implications**, Capital Markets Board, Pub. Number:80, 1997

Green, Milford B., **Mergers and Acquisition : Geographical and Spatial Perspectives**, Routledge Inc., New York, 1990.

Gürüm, Fethi, **Globalleşme ve Çokuluslu Şirketlerin İnsan Kaynakları Yönetimine Etkileri**, KAMU-İŞ, Ankara, 2001.

Horne, James ve John M. Wachovicz, **Fundamentals of Financial Management**, New Jersey, 1992.

Kares, Peter ve J.R. Longstreet, **Mergers and Acquisitions**, C. Heyel, U.S.A., 1982.

Koller, Copeland T., ve J. Murrin, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, New York, John Wiley and Sons, 1996.

Lev, Baruch, **Intangibles: Management, Measurement and Reporting**, Washington DC, Brookings Institution Press, 2001.

Longman Group, **Financial Managment**, Cooperation Association of Certified Accountants, U.K. 1990,.

McLaney, E.J., **Business Finance for Decision Makers**, Second Editions, Pitman Publishing, Inc. London 1994.

Milton, Burstein B., **Acquisitions & Mergers**, New York, 1973.

Moshe, Ben, **Essential of Corporate Finance**, U.S.A. 1987.

Müftüoğlu, Tamer, **İşletme İktisadı**, Ankara, 1989.

Oxelheim, Lars ve Clas Wihlborg, **Managing the Turbulent World Economy**, England: John Wiley and Sons, 1997.

PricewaterhouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, **Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**, İnfomag Yayıncılık, 2006.

Rappaport, A, **Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors**, USA : The Free Press, 1998.

Ross, Stephen A., R.W. Westerfield ve J.F. Jaffe, **Corporate Finance**, Richard D. Irwin Inc., Boston, 1993.

Sabine, Martin, **Corporate Finance**, London, 1978.

Samuels, J.M., F.M.Wilkes ve R.E. Brayshaw, **Management of Company Finance**, 6th Edition, Chapman & Hall Inc., London, 1995.

Solomon, Ezra ve J. John Pringle, **An Introduction to Financial Management**, 2. Baskı, California 1980.

Stacey, Nicholas A. H., **Merges in Modern Business** , 1996, London.

Tosun, Kemal, **İşletme Yönetimi**, 3. Baskı, İstanbul 1986.

Tufano, Peter, **How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy**, Harward Business Review, 1996.

Zeybek, Yasemin, **Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satın Almaları**, SPK Yayın No: 28, Ankara, 1996

MAKALELER, YAYINLAR VE DİĞERLERİ

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, “Yürürlükde ki Kanunlar Külliyyatı”, cilt 2, **Başbakanlık Yayını**, Ankara 1988.

Akdemir, Ali, “İşletmelerin Sinerjik Yönetimi”, **Kütahya İ.İ.B. Yıllığı**, 1992.

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

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Aylık Bülten, Nisan 2007.

Barutçugil, İsmet Sabit, “2000’li Yıllarda İşletme Stratejileri ve Türk İşletmeleri Açısından Bir Değerlendirme”, **T.C. Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.**, 1989.

Baş, Melih, “Şirket Büyümlerine Finansal Bir Bakış : Özellikli Birleşmeler,” **Verimlilik Dergisi**, s.1., 1990.

Bayar, Doğan, “Yatırım ve Proje Değerlemesi”, **Açık Öğretim Fakültesi**, Yayın

Bose, S. ve K.B. Oh., “Value Drivers and Strategic Management in the Knowledge Economy”, **Proceedings of 17th ANZAM Conference**, 2003.

Burke, Charles J., “10 Steps To Best Practices Benchmarking ?”, **Quality Digest**, February, 1996

Camp, R.C., “Benchmarking”, **Wisconsin: ASQS Quality Press**, 1989.

Cemacılar, İlhan, “İşletmecilik Bilgisi”

Chung, Y.S., “Identification of Economic Value Drivers Impacting Operational Cash Flows in the Casual Theme Restaunt Industry”, **Virginia Polytechnic Institute and State University**, 2005.

Copper, R., “Efficient Caspital Markets and the Quantity Theory of Money”, **Journal of Finance**, 1974.

Court, David ve Mark Loch, “Capturing the Value : Advertising Age,” 1999.

Çelik, Orhan, G.Markarian ve G.J. Previts,”Voluntary Disclosure of Value Driver Information: A content analysis of global M&A and other cross-boundary disclosures of the Ford Motor Company 1995-2000”, **Research in Accounting Regulation**, 2002

Dalton, Dan R. ve Kesner F. Idalere,” Organizational Growth : Big is Beautiful”, **The Journal of Business Strategy**, S.1 summer 1985.

Eccles, Robert G., “The Performance Measurement Manifesto”, **Performance Measurement and Evolution**, J. Holloway, J. Lewis, and G. Mollary, 1995.,
Ekonomi Ansiklopedisi, Paymar Yayınları, İstanbul, 1984.

Ertürk, İsmail, “Şirket Birleşmeleri”, **Para ve Sermaye Piyasası**, yıl 8, S.90, İstanbul, 1986.

Finansbank, **Özel Durum Açıklaması**, 04/06/2006

Fuhrer, Jeffrey C., “What Role Does Consumer Sentiment Play in the US Macroeconomy?”, **New England Economic Review**, 1993.

Furman, Beyza Oba, “Stratejik Yönetim Çerçevesinde Uluslararası Şirket Birleşmeleri”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.İ.F.**, Ankara, 1989.

Healy, Paul M., Krishna G. Palepu ve Richard S. Ruback, “Does Corporate Performance Improve After Mergers”, **Journal of Financial Economics**, 1992.

Hoşgör, Mehmet Raci, “Yatırım Bankacılığında Birleşme ve Devralmalar”, **Dünya Gazetesi**, 1990.

Ijiri, Y.,”Cash Flow Accounting and its Structure”, **Journal of Accounting and Finance**, 1978.

Kalafut, Pam Cohen ve Jonathan Low., “The Value Creation Index: Quantifying Intangible Value”, **Strategy & Leadership**, 2001.

Meteksan Sistem, **MBO Nedir?**

Moskowitz, J., “What is Your Business Worth?”, **Management Accounting**, 1998.

Napier, Nancy., D.Scheweiger ve J.Kosglow, “Managing Organizational Diversity : observations from cross border acquisitions”, **Human Resource Management**, 1993.

NBG, **2nd Repeat General Meeting of Shareholders**, 23.05.2006

NBG, **A Roadmap to Regional Leadership, Finansbank: An excellent platform for growth in the Turkish Market**, 22.02.2007

NBG, **Acquisition of a Controlling Interest in Finansbank**, 03.04.2006.

NBG, Growth, Restructing, Integration: A Roadmap to Regional Leadership, Investor Day, London, 22.02.2007.

Nemlioğlu, Samim, “Bencmarking”, **Arçelik Sunum**, www.kalder.org, 1995.
No: 44, Eskişehir 1985.

Paranız Yoksa Taksitle Şirket Alın, **Kapital**, Ocak 1990.

Parlayan, Dilek, “Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama”, **Gazi Üniversitesi**, 2002, Ankara.

Payne, F. Adrian, “Approaching Acquisitions Strategically”, **Journal of General Management**, Vol 13, No:2, Winter 1987.

Ruhl, Jack ve Scott Cowen, “How an In-House System Can Create Shareholder Value?”, **Financial Executive**, 1990.

Siebert, W. Stanley, “Labour Market Regulation in the EU-15 : Causes and Consequences – A Survey”, **IZA Discussion Papers**, 2006.

Turner, R, ”Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at Different Financial Ratios”, **Project Management**, 1998.

Türkiye Bankalar Birliği, **Mart 1997**, Sayı 20.

Türkiye Bankalar Birliği, **Türk Bankacılık Sektörü**, 2004.

Varlık, Levent, “Şirket Evlilikleri”, **İşletme ve Finans**, s. 40, Ağustos 1989.

www.finansbank.com.tr, **Bizi Tanıyın**

www.nbg.com, **Corporate Information**

Zhao, Jinlin ve Michael D. Olsen, “Environmental Scanning, Value Drivers and Firm Values: A Strategic Perspective”, **Working Paper, Florida International University**, 2003.

KISALTMALAR CETVELİ

A.B.D - Amerika Birleşik Devletleri

AR-GE - Araştırma - Geliştirme

CEO - Chief Executive Officer

CFO - Chief Financial Officer

DPT - Devlet Planlama Teşkilatı

GSMH - Gayri Safi Milli Hasıla

İ.İ.B.F - İktisadi İdari Bilimler Fakültesi

İMKB- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KDV - Katma Değer Vergisi

MBO - Magement Buy-Out

NBG - National Bank Of Greece

SPK- Sermaye Piyasası Kurulu

TBB- Türkiye Bankalar Birliği

TEFE- Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TOBB - Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TÜİK – Türkiye İstatistik Kurumu

U.K- United Kingdom

U.S.A- United States of America

ÜFE- Üretici Fiyatları Endeksi