

ŞİRKETLERİN BİRLEŞME VEYA DEVRALMA SONRASI PERFORMANSLARI

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, ülkemizde birleşen veya bir başka şirketi devralan şirketlerin devralma işlemi sonrasında performanslarında meydana gelen değişikliklerin araştırılmasıdır.

Çalışmada, 1996-2002 yılları arasında gerçekleşen 33 devralma işlemi analiz edilmiştir. Analiz, devralma işlemi sonrasında faaliyetine devam eden şirketlerin, devralma işleminden önceki 3 yıla ilişkin mali tabloları ile devralma işleminden sonraki yıllara ilişkin mali tabloları üzerinden yapılmıştır. Devralma işleminin tarihine bağlı olarak analize esas olan dönem sayısı da değişmektedir. Eski tarihli devralma işlemlerinde devralma sonrasına ait dönem sayısı çok ve dolayısıyla anlamlı bulgular elde edilmesine yetecek düzeyde iken, yakın tarihlerde gerçekleşen devralma işlemlerinde devralma sonrası dönem sayısı azdır.

Araştırma sonucuna göre devralma işlemleri 1999 yılında yoğunlaşmıştır. Devir işlemlerinin gerekçesi olarak genellikle kaynak kullanımı ve faaliyetlerde verimlilik, maliyetlerin düşürülmesi, örgütlenmede tasarruf ve daha etkin yönetimin sağlanması gösterilmiştir. Devralma işlemlerinde özkaynak yöntemi ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Çoğunlukla devralan ve devralınan şirketler aynı aile veya gruba ait olup aynı zamanda yönetim ilişkisi bulunmaktadır. Devralan şirketlerin hemen hemen tamamının devir işlemine esas bilanço tarihi itibarıyla aktif toplamı devralınan şirketlerin aktif toplamından daha büyüktür. Devralan şirketlerin %70'inden fazlasının ise net dönem karı devralınan şirketlerin net dönem karından daha büyüktür.

Devralan şirketlerin devir öncesi ve devir sonrası mali tablolarının karşılaştırmalı analizinden elde edilen en önemli bulgu, devralma sonrasında devralan şirketlerin %66'sının net işletme sermayesi olumlu yönde değişim gösterirken, %83'ünün karlılık oranı (dönem karı/özsermaye) ve brüt kar marjının olumsuz yönde değişmiş olmasıdır.

İÇİNDEKİLER

1	GİRİŞ.....	1
2	ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	1
2.1	KAVRAM	1
2.2	ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN YANINDAKİ VE KARŞISINDAKİ GÖRÜŞLER.....	2
2.2.1	Şirket Birleşmelerinin Nedenleri.....	2
2.3	ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN RİSKLERİ.....	3
2.3.1	Devralan Şirketin Riskleri.....	3
2.3.2	Devralınan Şirketin Riskleri.....	4
2.4	ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE BAŞARILI BÜTÜNLEŞME POLİTİKALARI.....	6
3	ÜLKEMİZDE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	8
4	ŞİRKETLERİN BİRLEŞME VEYA DEVRALMA SONRASI PERFORMANSLARI	13
4.1	DEVRALAN ŞİRKETLERİN FİNANSAL ANALİZİ	13
4.1.1	Çanakkale Çimento Sanayii A.Ş.+Akçimento Ticaret A.Ş.=Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş./Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Betonsa Beton Sanayii ve Ticaret A.Ş.= Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.	13
4.1.2	Koç Holding A.Ş.+Koç Yatırım ve Sanayi Mamulleri Pazarlama A.Ş.=Koç Holding A.Ş.	15
4.1.3	Tofaş Oto Ticaret A.Ş.+Opar Otomotiv Parçaları A.Ş.=Tofaş Oto Ticaret A.Ş.	16
4.1.4	Çumra Kağıt Sanayii A.Ş.+(Baksan Bartın Kağıt Sanayii A.Ş.+Eltaş Elazığ Kağıt Torba Sanayii A.Ş.)=Işıklar Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.	17
4.1.5	Sabah Yayıncılık A.Ş.+Bugün Yayıncılık A.Ş.=Sabah Yayıncılık A.Ş.	19
4.1.6	Arçelik A.Ş.+Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş. / Arçelik A.Ş.+(Atılım Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş.+Gelişim Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş.+Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş.)=Arçelik A.Ş.	20
4.1.7	Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.+Otokar Pazarlama A.Ş.=Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.	22
4.1.8	Hür-Güç Gazetecilik Ticaret Turizm Organizasyon A.Ş.+AD Yayıncılık A.Ş.=Doğan Burda Rizzoli Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.	23
4.1.9	Tabaş Petrolcülük A.Ş.+Turcas Petrolcülük A.Ş.=Turcas Petrolcülük A.Ş.	24
4.1.10	Odöksan Osmaneli Döküm Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Bimtaş Bilumum İnşaat Malzemeleri Ticaret A.Ş.=Odöksan Osmaneli Döküm Sanayii ve Ticaret A.Ş.	26
4.1.11	Işıklar İnşaat Malzemeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Işıklar Bartın Tuğla Fabrikaları Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Işıklar İnşaat Malzemeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	27
4.1.12	Kordsa Kord Bezi Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Dusa Endüstriyel İplik Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Kordsa Kord Bezi Sanayii ve Ticaret A.Ş.	28
4.1.13	Merko Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.+(Sultanköy Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Frumiks Meyve Ürünleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.)=Merko Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.	30

4.1.14	<i>Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+(Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+Güney Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayii A.Ş.)=Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.</i>	31
4.1.15	<i>Anadolu Cam Sanayii A.Ş.+Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.=Anadolu cam Sanayii A.Ş.</i>	32
4.1.16	<i>Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş.+Pınar Un ve Tarım Ürünleri Sanayii A.Ş.=Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.</i>	34
4.1.17	<i>Aygaz A.Ş.+Gaz Aletleri A.Ş.=Aygaz A.Ş.</i>	35
4.1.18	<i>Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.+Gerçek Yayıncılık A.Ş.=Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.</i>	37
4.1.19	<i>Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+(Köy-Tür Elazığ Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Köy-Tür Kayseri Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.)/Köy-Tür Holding A.Ş.+(Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Entaş Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Köy-Tür Pazarlama A.Ş.)=Köy-Tür Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.</i>	38
4.1.20	<i>Gözlük Sanayii A.Ş.+Yatırımlar Holding A.Ş.=Gözlük Sanayii A.Ş.</i>	39
4.1.21	<i>Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.+Tofaş Oto Ticaret A.Ş.=Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.</i>	41
4.1.22	<i>BSH Profilo Elektrik Gereçleri Sanayii A.Ş.+(BSH Grünberg Ev Aletleri Ticaret A.Ş.+BSH Ev Aletleri Ticaret A.Ş.+Profilo Dağıtım A.Ş.)=BSH Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.</i>	42
4.1.23	<i>Koç Holding A.Ş.+(Bursa Oto A.Ş.+Ege Oto A.Ş.+Egemak A.Ş.+Günoto A.Ş.+İstanbul Oto A.Ş.+Kuzey Motorları A.Ş.+Samoto A.Ş.+Standart Motor A.Ş.+Ormak A.Ş.+Otoan A.Ş.+Otokoç A.Ş.+Toroto A.Ş.+Tormak A.Ş.+Suroto A.Ş.+Ottar A.Ş.+Otomotor A.Ş.+Marmara Oto A.Ş.)=Koç Holding A.Ş.</i>	43
4.1.24	<i>Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Olmuksa Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.</i>	44
4.1.25	<i>Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Bayraklı Boya ve Vernik Sanayii A.Ş.=Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayii ve Ticaret A.Ş.</i>	45
4.1.26	<i>Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Agregasa Agresa Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.</i>	47
4.1.27	<i>Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.+Enka Holding Yatırım A.Ş.=Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.</i>	48
4.1.28	<i>Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayii A.Ş.+Bomsaş Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayii A.Ş.</i>	49
4.1.29	<i>Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.+ATİ Dış Ticaret Turizm Yatırım ve Pazarlama A.Ş.=Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.</i>	50
4.1.30	<i>Rant Finansal Kiralama A.Ş.+Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.=Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.</i>	51
4.2	BELLİ BAŞLI FİNANSAL ORANLARDAKİ DEĞİŞİMLER	52
5	DİĞER ÜLKELERDE ŞİRKETLERİN BİRLEŞME/DEVRALMA SONRASI PERFORMANSLARI	55
6	SONUÇ	60

TABLÖLÄR

TABLO 1. ŞİRKET DEVRALMA İŞLEMLERİNİN YILLARA GÖRE DAĞILIMI.....	9
TABLO 2. DEVRALMA YÖNTEMLERİNİN SAYISAL DAĞILIMI.....	10
TABLO 3. HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN "DEVRALAN" ŞİRKETLERİN SEKTÖREL DAĞILIMI.....	12
TABLO 4. MALİ ORANLARDAKİ DEĞİŞİMLER.....	54

EKLER

1. DEVRALMA TABLOSU
2. DEVRALAN VE DEVRALINAN ŞİRKETLERİN MALİ TABLOLARI
3. ANALİZ TABLOSU

ŞİRKETLERİN BİRLEŞME VEYA DEVRALMA SONRASI PERFORMANSLARI

1 GİRİŞ

Dünyada yaşanan küreselleşmeye paralel olarak şirketler, ulusal ve uluslararası pazarlarda rekabet edebilmek için farklı stratejiler geliştirmekte ve/veya uygulamaktadırlar. Bunlardan birisi büyüme stratejisidir. İçsel ve dışsal olmak üzere iki tür büyümeden söz edilebilir.

İçsel büyüme, şirketlerin faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kendi iç kaynaklarını veya borçlanma yoluyla dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni yatırımlara dönüştürmeleri yoluyla sağlanır.

Dışsal büyüme ise kartelleşme, tröstleşme, holdingleşme, konsorsiyum oluşturma, birleşme (merger), devralma (acquisition), ele geçirme (take-over), çıkar grupları oluşturma (communities of interest) gibi çok değişik şekillerde sağlanabilmektedir.

Bu çalışmada şirket birleşmeleri incelenmektedir. Çalışmanın birinci bölümünde şirket birleşmeleri hakkında genel bilgi verilmiş, ikinci bölümünde ise ülkemizde 1996 yılından bu yana birleşen veya bir başka şirketi devralan şirketlerin birleşme veya devralma öncesi ve sonrasındaki mali tabloları incelenerek, birleşme veya devralmanın şirketlerin mali yapısı üzerindeki etkileri ortaya konmaya çalışılmıştır.

2 ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

2.1 KAVRAM

Birleşme (merger), iki veya daha fazla şirketin tek bir şirket haline gelmesidir ve şirketlerden birinin ortaklarına, ellerindeki hisse karşılığında, yeni şirketin hisse senetleri verilmektedir.

Devralma (acquisition) ise bir şirketin, bir başka şirketin paylarının çoğunluğunu satın almasıdır.

Literatürde birleşme ve devralma (Mergers and Acquisitions, M&A) terimleri bir arada kullanılmaktadır. Ancak birleşmede iki şirket –büyüklükleri farklı bile olsa- eşit şekilde bir araya gelmektedir ve ortaya çıkan yeni şirket, birleşen şirketlerin unvanlarından farklı veya onların unvanlarının karışımından oluşan bir unvan taşımaktadır ($A+B=C$). Oysa devralmada, büyük şirket daha küçük olan şirketi devralmakta ve unvanını korumaktadır ($A+B=A$).

2.2 ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN YANINDAKİ VE KARŞISINDAKİ GÖRÜŞLER¹

2.2.1 Şirket Birleşmelerinin Nedenleri

Şirketlerin birleşme ve devralma stratejilerini kullanmalarının en belirgin nedenleri şöyle sıralanabilir:

2.2.1.1 Birleşik Müşteri Stratejileri

Birleşme veya devralmanın birinci önemli nedeni müşteri portföyünü genişletme ve sürdürme avantajından yararlanmaktır. Burada birleşme veya devralma, ortaya çıkan ilk fırsattan yararlanmak amacıyla verilen otomatik bir reaksiyon olmayıp tam tersine, çok iyi geliştirilmiş bir stratejinin sonucudur. Dikkate alınması gereken üç farklı müşteri hizmet alanı söz konusudur.

Mevcut Müşterilere Hizmet

Şirketin stratejisi, mevcut müşteri tabanının geliştirilmesine odaklanmak ve yüksek hizmet kalitesini sürdürmektir. Bu strateji tamamen geliştirildikten sonra, hedef şirketin seçilmesi ve onunla birleşme için gereken kriterler oluşturulur.

Yeni Müşteriler Edinilmesi

Yeni müşteriler edinilmesi, birleşme veya devralmanın kilit nedenidir. Bu strateji, şirketlerin mevcut uzmanlığını ve bilgi birikimini kullanır. Şirketler, mevcut uzmanlıklarının daha yoğun iş hacminde daha etkin kullanılacağı sonucuna vardıklarında, birleşik şirketin uzmanlığına ihtiyaç duyan müşterilerin kazanılması için en uygun taktik birleşme veya devralma olabilir.

Coğrafik Kapsam

Diğer bir strateji, şirketin müşterilere ulaşabilmek için geniş bir coğrafik alana yayılmasıdır. Bu, değişken ve potansiyel riskleri olan bir stratejidir. Ofislerin birbirinden uzak olması, olayın doğasından kaynaklanan sinerji eksikliği, kültürel farklılıklar, yasal pazarlar ve şirketin bu pazarlara giriş şekli ile ilgili önemli farklar, her bir bölgede faaliyette bulunmak için gereken uzmanlık düzeyinin farklılık göstermesi ve benzeri problemlerin belirginleşmesine neden olur.

Coğrafik olarak yayılmak amacıyla birleşme veya devralma yolunu seçen bir şirket, iki şirketin birleşmesi için gereken çok fazla sermaye ve yüzlerce çalışma saatini bu işe ayırabilecek kaynağa ve kararlılığa sahip olmalıdır.

¹ Bu bölümdeki bilgiler *Successful Mergers – Planning, Strategy and Execution* adlı kitaptan alınmıştır.

2.2.1.2 Uzmanlıktan Yararlanma

Birleşme veya devir taktiğinin ikinci önemli stratejisi, şirketin mevcut müşteri tabanına hizmet etmek için ilave uzmanlığa ihtiyaç duyulmasıdır. Devralan şirketin, kendi uygulamalarını ve verdiği hizmeti gerçekçi bir şekilde değerlendirerek, faaliyetlerinin devamı için ihtiyaç duyulan en kritik uzmanlık alanını belirlediği varsayılmaktadır. Şirket bu değerlendirmeden sonra, ihtiyaç duyduğu uzmanlık alanlarını ve bunları hangi koşullarda elde edebileceğini belirlemelidir.

Birleşme veya devralma, mevcut müşterilere verilen hizmetleri geliştirmenin bir yolu olabilir. Birleşme veya devralma taktiği, birleşilen şirket aracılığıyla, destek alınacak yeni alanları belirler, seçer ve geliştirir.

2.2.1.3 İki ile İkinin Toplamı Dörtten Büyük Olmalı

Birleşme ve devralma, şirket stratejisinin bir parçası olarak kullanılan bir taktiktir. Şirketlerin çoğu planlama uygulayabiliyorlarsa ve başarılı bir strateji geliştirebiliyorlarsa, birleşme veya devralmanın, mevcut problemlerini çözmek veya onlara kritik fırsatlar sunmak için uygun bir taktik olmadığını görecektir. Başarılı olabilmek için, şirket bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürebilmeli ve kendi iç problemlerini çözmüş olmalıdır. Birleşme veya devralmanın işe yaraması için iki ile ikinin toplamı dörtten büyük olmalıdır. Bir birleşme veya devralmayı işe yarar hale getirmek için gereken tüm çaba, zaman içinde, müşteri hizmetleri ve ortak karlılığı açısından daha iyi bir şirket oluşturmaya yönelik olmalıdır. Birleşme veya devralmanın doğru yapılabilmesi için şirket, geleceğini oluşturmak açısından planlama süreci kullanma yönünde bir işletme felsefesi kabul etmelidir. Birleşme veya devralma gibi taktikler şirketin genel hedefleri, amaçları ve amaçları gerçekleştirmek için belirlenmiş spesifik stratejileri çerçevesinde uygulanmalıdır.

2.3 ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN RİSKLERİ

Birleşme veya devralmaya konu şirketler için çok sayıda ve karmaşık riskler söz konusudur. Birleşme veya devir için gösterilen çabaların istenen sonucu vermesini sağlayacak, iyi düşünülmüş bir stratejinin olmaması durumunda, aşağıda bahsedilen olumsuz sonuçların ortaya çıkması çok muhtemeldir.

2.3.1 Devralan Şirketin Riskleri

Devralan şirket için söz konusu olan riskler, başlangıç için gereken zaman ve kaynak yatırımı; girişim sermayesi yatırımının getirisinin belirsizliği; ve birleşme veya devir sürecini yönetmenin yoğun baskısı ve karmaşıklığıdır.

Yatırım

Şirket bu çaba uğruna çok büyük zaman ve para yatırmalıdır. Bu da müşterilerden ve firmanın gelir elde etme yeteneğinden çekilen kaynak anlamına gelmektedir. Genellikle, en değerli elemanlar bu çalışma içinde yer alır ve dolayısıyla yasal uygulamalardan ve şirket müşterilerinden uzak kalmış olurlar.

Girişim Sermayesi

Devralan şirket bu çaba uğruna kritik kaynaklar ayıracaktır. Bununla birlikte gösterilen çaba sonuçta, hedef şirketin kendisini piyasada kabul ettirecek müşterilere ve sermayeye sahip olmasını sağlayabilir. Devralınan şirketin bir başka coğrafi bölgede olması durumunda, devralan şirketin diğer şirketi finanse etmesi gerekebilir. Devralınan şirket kendi ayakları üzerinde durabilecek hale geldiğinde, devralan şirkete ihtiyaç kalmayabilir.

Bölünme Tohumları

Kurulan her yeni şube ile birlikte, şirket yeni bir bölünmenin tohumlarını atmış olmaktadır. Şirket aynı şehirdeki bir başka şirketi devralsa bile, devralınan şirketteki bireyler bu olaydan hoşlanmayıp ayrılmaya karar verebilirler. Bunlar şirketin devamlılığı açısından kilit kişilerse, ayrılmaları olumsuz bir etki yaratır.

Kararların Sayısı ve Karmaşıklığı

Devralınan her bir şirket ile birlikte kararların sayısı ve karmaşıklığı geometrik olarak artacaktır. Birleşmeye konu şirketler yönetim, haberleşme, koordinasyon, hizmetlerin etkinliği ve maliyetine ilişkin karmaşık problemlerle uğraşmak zorundadır.

2.3.2 Devralınan Şirketin Riskleri

Devralınacak şirket, daha büyük olan şirketin bol kaynakları kendisine sunulmadığından, birleşme veya devir işlemleri için çok daha fazla çaba harcayacaktır. Kilit çalışanlar şirket için hayati önem taşıyan müşteri ilişkilerinden ve faaliyetler ile ilgili sorumluluklarından uzaklaşmak zorunda kalacaklardır. Birleşme görüşmeleri süresince ve birleşme ihtimalinin kamu tarafından öğrenilmesiyle birlikte şirket piyasada kimlik kaybına uğrayabilir. Devralacak şirket ile yapılan görüşmeler bazı çalışanların kendilerini yeni şirketin bir parçası olarak görememelerine ve bunun sonucunda da yoğun eleman kaçışının hızlanmasına neden olabilir. Diğer taraftan, devralan şirket, hedef şirketin çalışanlarının hepsini istemeyebilir. Son olarak, çalışanların yeni

şirkette biraraya gelmesi uzun yıllar boyunca oluşan sinerjinin ve iletişim ağının bozulmasına yol açarak devralınan şirket çalışanlarının güvensizliğini artırabilir.

İlginin Başka Alana Kayması

Birleşme veya devralma görüşmeleri sırasında, devralınan şirketin yöneticileri zaman baskısı altına girerler. Bu kişiler genellikle mevcut önemli müşteri ilişkilerinde kilit pozisyondadırlar, uygulayıcı grubu yönlendirmektedirler ve şirketin yönetimine katılmaktadırlar. Birleşme veya devralma görüşmeleri sırasında kritik günlük faaliyetler şirketin devamını tehlikeye sokabilecek derecede aksayabilir. Görüşmelerin başarısızlığı halinde, küçük şirketin kilit müşterileri tutma yeteneği tehlikeye girebilir. Rakipler bu başarısızlığı, kesinlikle önemli ve büyük müşterileri kendilerine çekme avantajını elde etmek için kullanacaklardır.

Kimlik Kaybı

Potansiyel devralan şirket ile görüşmelerin başlamasıyla birlikte, şirketin iç kimliği zarar görebilir. Devralınan şirket izleyeceği yol konusunda güçlü bir fikir birliğine sahip değilse, pazar payı, kültürü, paylaşılan değerler ve görüşmeler devralan şirketin algılamasına göre şekillenecektir. Eski şirketin tüm değerleri şüpheli hale gelir ve şirket, birleşme veya devralma görüşmeleri henüz ciddileşmeden zorluklarla karşılaşabilir. Görüşmelerin kesilmesi halinde şirket daha büyük zorluklarla karşı karşıya kalır. Başarısız birleşme veya devralma görüşmeleri şirket çalışanlarını birbirinden ayırabilir. Birleşme veya devralma görüşmeleri öncesinde, izlenecek yol konusunda görüş birliğine varılmış olması, olumsuz sonuçların ortaya çıkması ihtimalini azaltır.

Şirket için, müşteri portföyünün onarılmaz biçimde yaralanması riski de söz konusudur. Müşteriler yeni şirketin talepleri daha geç karşılayacağı ve maliyetleri yükselteceği yönünde endişelenmeye başlarlar. Rakipler durumu, şirketin bazı problemleri olduğu ve bunları aşmaya çalıştığı şeklinde yorumlarlar. Önemli müşteriler, atak rakiplerin hedefi haline gelir. Birleşme veya devralma görüşmelerinin başarısızlığı halinde, şirketin problemlerinin aşılamayacağı veya devralmaya değecek kadar iyi olmadığı imajı hakim olur. Bir başka deyişle, başarısız bir devralma işlemi devralınamayan şirket için her anlamda kayıp demektir.

Kırılma

Devralan şirketin işletme felsefesi ve kültürü netleştikçe, bazı kilit çalışanlar bu yeni ortamda çalışmak istemediklerine karar verebilirler. Bu kişiler, ya birleşme veya devralmaya engel olmaya çalışır, ya sessiz direniş gösterir, ya da kendilerine başka şirketlerde iş bulurlar.

Eski Sinerjilerin Bozulması

Birleşme veya devralma sürecinde, devralan şirkete yeni çalışanların entegre olması gerekecektir. Yeni çalışanlar entegre oldukça, iş dağılımı, uygulama yöntemleri ve ofis prosedürlerinin eski şekli değişecektir. Bu, bazı çalışanları rahatsız edecek ve güvensizliklerini artıracaktır. Yeni çalışanlar, müşteri yönetimi, iş dağılımı, proje yönetimi ve şirket yönetimi için hesap verilebilirliğin daha belirgin bir yapıda olduğu ve ortaklara daha büyük yük getirdiği büyük şirket ortamında çalışmayı öğreneceklerdir. Yeni ortamın baskısı ve performans standartları, devralınan şirketin ortaklarının bir kısmını yavaş yavaş izole edip sonunda da dışlayabilir.

Karışıklık

Birleşmek veya devralınmak isteyen şirketler yalnızca yukarıda sayılan riskleri almakla kalmazlar, bir kez birleşme veya devir konusunda prensip kararına varıldıktan sonra herşeyin yoluna gireceğini ve işlerin eskiden olduğu gibi yürütüleceğini varsayarak problemlerini artırmış olurlar. Oysa böyle olmaz, ilk planda alınan kararların uygulanması gerekmektedir. Birleşmenin en güç yanı, uygulama aşamasıdır. Hazırlık ve görüşme süreci ne kadar iyi geçerse uygulama da o denli etkili ve etkin olur.

İki şirketin biraraya gelmesi zor bir süreçtir fakat iki şirket birbirini bulmadan önce uygun bir şekilde hazırlanmışlarsa ve biraraya gelme konusunda uyumlu bir yaklaşım içindelerse başarıyla tamamlanabilir.

Birleşme veya devralma şirketlerin pek çoğu için uygun değildir, daha çok küçük ve orta ölçekli şirketler için uygundur.

2.4 ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE BAŞARILI BÜTÜNLEŞME POLİTİKALARI²

Genellikle birleşme veya devralma konusunda ilk yaklaşım büyük ortaklar arasında yapılır. Bir ortağın diğer şirketteki bir ortakla tanışıyor olması durumunda, büyük ortak yerine bunlar arasında da yapılabilir.

Bu görüşmelerin amacı, diğer şirketin felsefesini ve kültürünü araştırmaktır, her biri diğerinin çalışma yöntemlerini inceleyecektir.

² Bu bölümdeki bilgiler *Getting People on Your Side: The Key to Successful Post-M&A Integration Policies, The European Mergers&Acquisitions Handbook* adlı kitaptan alınmıştır.

Şirketlerin departmanlardan oluşması halinde bu görüşmelerin departman düzeyinde yapılması en iyisidir.

Kamuyu aydınlatma ile ilgili olarak, her iki taraf da nelerin açıklanacağı konusunda görüş birliğine varmalıdır. Birleşme sürecinde, başarı ve güçlü yanların yanı sıra, engeller ve başarısızlıklar da açıklanmalıdır. Her iki tarafa da, birbirini iyi ya da kötü, gerçeklere dayalı ve tamamıyla gerçekçi bir şekilde değerlendirme fırsatı verilmelidir.

Bir birleşme veya devralma planlamasında temel aşamaları mali danışmanlar, muhasebeciler ve hukukçular yürütmektedir. Söz konusu işlem katı ve sayısal kriterlere göre değerlendirilmektedir. Bütçe incelenmekte, sistem değerlendirilmekte, bilançolar çıkarılmaktadır. Mali ve pazarlama konusunda ortaya çıkması beklenen sinerjiler, devralan şirketin yönetimini ve şirketle çalışan ticari bankaları, yapılan işlemin uygunluğu konusunda ikna eden çeşitli bilgisayar modelleri aracılığıyla hesaplanmaktadır. Fakat koşturmacanın heyecanı, çoğunlukla işlemin başarı ve başarısızlığını belirleyen bir unsur olan "insan" faktörü ihmal edilmektedir.

Başarılı bir birleşme veya devralma yönetimi için en iyi şekilde hazırlanan planlar, onu uygulayacak olan insanlara bağlıdır. Stratejik dokümanlar ve finansal projeksiyonların rasyonel, mantıklı ve duyarlı olmasına karşılık, insanlar –özellikle birleşme veya devir sonrasında- genellikle irrasyonel, öngörülemez ve de çok duygusaldır.

Birleşme veya devir kararının açıklanmasından sonraki firma içi ortam, tek kelime ile özetlenebilir: belirsizlik. İşlemin duyulduğu andan itibaren –ister iyi yönetilmiş bir haberleşme ağı ile isterse dedikodu ağı ile yayılmış olsun- belirsizlik hakim olur. Belirsizlik hızla, savunmaya yönelik davranışlara ve gelecek korkusuna yol açar. Yöneticiler genellikle risk almaz, karar da vermezler. Konuları üstlerine havale ederler. Geçmiş kararları meşrulaştırarak vakit geçirirler. Güçler çatışır. Herkes işini kaybetmekten korkar. Kilit personel ayrılmaya başlar. İletişim kötüleşir. Müşteri artık öncelikli değildir. Faaliyetler gerilemeye başlar.

İlk karar verildikten sonra bunun uygulanma şekli, söz konusu şirketlerin kültürüne bağlı olarak değişir. Bir şirket, işi yürüten ortaklar arasında yazılı raporların el değiştirmesini ve demokratik bir şekilde yazılı teklif yapılmasını tercih ederken, bir başka şirket olayı gayri resmi görüşmelerle yürütebilir.

Bazı şirketlerin köklü müşterileri olabilir. Bu müşteriler birleşme görüşmelerinin ilk günlerinde, güvenli bir şekilde ve gizlice haberdar edilmelidir. Bunların, birleşmeyi onaylamadıklarını, dahası şirketle yaptıkları işe son vereceklerini bildirmeleri halinde görüşmeleri kesmek gerekebilir. Buna rağmen birleşme görüşmelerinin sürdürülmesine de karar verilebilir, ancak böyle bile olsa, köklü müşterilerin yaklaşımının başlangıçta bilinmesinde yarar vardır.

Hoş olmayan sürprizlerden mümkün olduğunca kaçınmak gerekir. Bu tür sürprizler, maksimum bilgi açıklanarak, tartışma ve sorgulama yoluyla en aza indirilebilir. Bütün bunlar zaman kaybı gibi görülebilir ama bazı açılardan değildir. Çünkü bu tartışmalarda taraflar hem kendi şirketleri hem de diğer şirket hakkında bilgi edinir ve bu bilgiler sonuçta planlama stratejisi için temel oluşturabilir.

Bir kez prensip olarak birleşme işlemlerine başlama kararı alınmış olsa bile, her iki taraf da işlemlerin sonuçlanacağı aşamaya kadar, neden göstermeksizin vazgeçme hakkına sahiptir.

Prensip kararı alındıktan sonra, olumsuz dedikoduları önlemek için, kıdemli personele, muhtemelen kıdemsiz personele de bazı açıklamalar yapılmalıdır. Uygun olan en erken aşamada açıklama yapılmalı ve kilit personele güvence verilmelidir.

Birleşme sonrasında ihtiyaç duyulmayacak olan personele de bu durum mümkün olduğunca erken söylenmeli ve tazminat durumları görüşülmelidir. Aynı şekilde, ihtiyaç duyulacak olan personele de bu durum detaylarıyla ve tazminatlarındaki değişikliklerle birlikte anlatılmalıdır.

Bir çok birleşme veya devralma kağıt üzerinde çekici görüldüğü halde, uygulamada tahmin edilen/beklenen sinerjileri yaratmakta başarısız olmaktadır.

3 ÜLKEMİZDE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Birleşme Türk Ticaret Kanunu'nun 146. Maddesinde: "iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir, yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir." şeklinde tanımlanmaktadır.

Kanun'un izleyen maddelerinde birleşmenin şartları ve hükümleri düzenlenmiştir. Buna göre, yalnızca aynı türden olan şirketler birleşebilir. Ancak, kollektif ile komandit şirketlerin ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin aynı türden sayılacağı hükme bağlanmıştır.

Birleşme ve devir işlemleri vergi yönünden de Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 36-39. maddelerinde düzenlenmiştir. KVK'nun "Birleşme" başlıklı 36. maddesinin birinci fıkrasında "Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye karı yerine birleşme karı vergiye matrah olur." hükmü yer almaktadır.

Kanunun 37. maddesinde devir işlemleri tanımlanmaktadır. Buna göre: "Aşağıda yazılı şartlar dahilinde vaki olan birleşmeler devir hükmündedir.

1. Birleşme neticesinde infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezleri Türkiye’de bulunacaktır.
2. Münfesh kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen (Devralan) kurum, kül halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir.

Kanun’un 38. maddesinde bölünme ve hisse değişimi; 39. maddesinde ise devir ve bölünme hallerinde vergilendirme düzenlenmiştir. 39. maddesine göre: devirlerde, maddede belirtilen şartlara uyulduğu takdirde, münfesh kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilir, doğrudan doğruya birleşmeden doğan karlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez.

Yasal düzenlemeden anlaşılacağı üzere şirket birleşmeleri vergiye tabi iken devir işlemleri vergiye tabi olmadığından, ülkemizde gerçekte birleşme niteliğinde olan işlemler de devralma şeklinde yürütülmektedir.

Devralma işlemleri nedeniyle ihraç edilen hisse senetleri 1996 yılından bu yana Kurul kaydına alınmaktadır.

2001 yılında Osmanlı Bankası A.Ş., T. Garanti Bankası A.Ş. tarafından; Sınai Yatırım Bankası A.Ş. ise T. Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından devralınmıştır. Bu işlemler, banka olmaları nedeniyle incelemenin kapsamı dışında tutulmuştur.

Taraflardan en az birisinin halka açık anonim ortaklık olması nedeniyle kayda alınan devralma işlemlerinin listesi Ek: 1’de; yıllar itibariyle sayısal dağılımı ise Tablo 1’de yer almaktadır.

Tablo 1. Şirket Devralma İşlemlerinin Yıllara Göre Dağılımı

Yıllar	İşlem sayısı
1996	2
1997	3
1998	2
1999	12
2000	7
2001	5
2002*	2
Toplam	33

* Yıl içinde başlamış olmakla birlikte bu çalışmanın belli bir aşamasına kadar henüz tamamlanmamış olan devralma işlemleri tabloda yer almamaktadır.

Tablodan görüldüğü gibi, en yoğun devir işlemleri 12 ile 1999 yılında gerçekleşmiştir. Bu yılı izleyen ve ekonomik krizlerin yaşandığı 2000 ve 2001 yıllarında ise sırasıyla 7 ve 5 adet devir işlemi gerçekleştirilmiştir.

Devralan şirketler devralma işlemi için genelde benzer gerekçeler göstermişlerdir. Sıklıkla belirtilen gerekçeler: şirketlerin daha sağlıklı ve verimli çalışması; daha etkin yönetim; kaynak kullanımı ve faaliyetlerde maksimum verimlilik; ölçek ekonomisinin getirilerinden yararlanmak; faaliyet giderlerinin azaltılarak maliyetlerin düşürülmesi; örgütlenmede tasarruf sağlanması; operasyonel karlılığın artırılmasıdır.

Amerika Birleşik Devletlerinde şirketlerin birleşme modelleri ve birleşmeden beklenen kazançlar sektörden sektöre önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Örneğin dijital teknolojiler nedeniyle aralarındaki mesafenin gittikçe belirsiz hale geldiği medya, telekomünikasyon ve bilgisayar sektörlerinde telekomünikasyon şirketlerinin kırılan tekeli, ABD'deki şirketleri rekabetçi olabilmek ve müşteriye her tür iletişimi sunabilmek amacıyla birleşmeye itmektedir. Bu sektör için geçerli diğer birleşme motivasyonu da coğrafi pazarların genişletilmesi arzusudur. Bilgisayar sektörü, Microsoft'un software piyasasındaki büyüyen gücüyle birleşme ve ele geçirmeler yoluyla mücadele etmeye çalışmaktadır. Savunma sektörü, Pentagon'un savunma harcamalarının bütçe içindeki payının azaltılması hedefine paralel olarak yeniden yapılanmaktadır. İlaç sektörü ise dikey entegrasyona gitmektedir.³

Devralma işlemlerinde ağırlıklı olarak özkaynak yöntemi kullanılmıştır. Devralmalarda kullanılan yöntemlerin sayısal dağılımı şöyledir:

Tablo 2. Devralma Yöntemlerinin Sayısal Dağılımı

Kullanılan Yöntem	İşlem Sayısı
Özkaynak	23
Rayiç Bedel	7
Borsa Fiyatı	3
Toplam	33

1996 yılından bu yana devralma işlemine taraf olan yani devralan ve devralınan şirketler incelendiğinde, 33 işlemde 28'inin aynı aile veya gruba ait şirketler arasında gerçekleşmiş olduğu anlaşılmaktadır. Bu şirketlerde aynı zamanda yönetim ilişkisi bulunmaktadır. Bir başka

³ Doç. Dr. Alövsat Müslümov, *The Financial Analysis of Mergers*, SPK Yayınları No:141, Haziran 2003, s.73-74

ifadeyle devralma öncesi ve sonrasında yönetim değişmemektedir. Devralma işlemlerinden ikisinde ise yönetim ilişkisi bulunmaktadır.

Devralan ve devralınan şirketlerin devralma işlemine esas alınan bilanço tarihi itibarıyla aktif büyüklükleri incelendiğinde, 33 işlemde 31'inde devralan şirketlerin aktif toplamı devralınan şirketlerin aktif toplamından daha büyüktür. Devralınan şirketlerin aktif büyüklüğünün devralan şirketlerden büyük olduğu 2 işlemde ise devir sonrasında faaliyetini sürdüren şirketler, devralınan şirketlerin unvanını taşımaktadır.

Aynı dönem itibarıyla devralan ve devralınan şirketlerin dönem kar veya zararı açısından yapılan karşılaştırmada, 24 devir işleminde devralan şirketlerin net dönem karının daha büyük veya dönem zararının daha küçük olduğu; yalnızca 9 işlemde devralınan şirketlerin net dönem karının daha büyük veya dönem zararının daha küçük olduğu görülmüştür.

1996-2002 yılları arasında gerçekleşen 33 adet devralma işleminde devralan veya devralınan şirketlerden bir kısmı, birden fazla devir işlemine taraf olmuştur.

Çanakkale Çimento Sanayii A.Ş. 1996 yılında Akçimento Ticaret A.Ş.'ni devralarak faaliyetlerine Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. unvanı altında devam etmiştir. 1997 yılında Betonsa Beton Sanayii ve Ticaret A.Ş.'ni devralan Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. 2001 yılında da Agregasa Agresa Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ni devralmıştır.

Koç Holding A.Ş. 1996 yılında Koç Yatırım ve Sanayi Mamulleri Pazarlama A.Ş.'ni; 2000 yılında ise grubun otomotiv alanında faaliyet gösteren 17 şirketini devralmıştır.

Tofaş Oto Ticaret A.Ş. 1997 yılında Opar Otomotiv Parçaları A.Ş.'ni devralmıştır. Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş. de 2000 yılında Tofaş Oto Ticaret A.Ş.'ni devralmıştır. Böylece Tofaş Oto Ticaret A.Ş.'nin tüzel kişiliği sona ermiştir.

Arçelik A.Ş. 1998 yılında Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş.'ni; 1999 yılında ise Atılım Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş., Gelişim Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş. ve Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş.'ni devralmıştır.

Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş. 1999 yılında Köy-Tür Elazığ Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş. ile Köy-Tür Kayseri Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.'ni devralmıştır. 2000 yılında Köy-Tür Holding A.Ş., Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin yanı sıra Entaş Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş. ile Köy-Tür Pazarlama A.Ş.'ni devralarak Köy-Tür Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş. unvanını almıştır. Bu işlem sonucunda da Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin tüzel kişiliği sona ermiştir.

Birden fazla devralma işlemine konu olan 3 ve daha sonra bir başka şirket tarafından devralındığı için tüzel kişiliği sona eren 2 şirket elendiğinde, devralan konumunda 27 farklı şirket kalmaktadır. Söz konusu 27 şirketten 23'ünün (%85,2) hisse senetleri İMKB'nde işlem görmektedir.

Bir başka şirketi devralmış olan şirketlerden, hisse senetleri İMKB'nde işlem görenlerin sektörel dağılımı Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören “Devralan” Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektör*	Şirket Sayısı
Gıda, İçki, Tütün	3
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	1
Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	6
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	3
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	2
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	4
İnşaat ve Bayındırlık	1
Perakende Ticaret	1
Finansal Kiralama ve Factoring	1
Holdingleler ve Yatırım Şirketleri	1
Toplam	23

* Sektör gruplandırması İMKB bülteninden alınmıştır.

Devralma işlemleri, faaliyet alanı itibariyle “kağıt ve kağıt ürünleri, basım ve yayın” sektöründe yoğunlaşmıştır.

4 ŞİRKETLERİN BİRLEŞME VEYA DEVRALMA SONRASI PERFORMANSLARI

Devralma işlemleri sonrasında şirketlerin performansında meydana gelen değişiklikleri ortaya koyabilmek amacıyla, işlem sonrasında faaliyetini sürdüren şirketin (devralma sonrasında faaliyet gösteren şirketin unvanının taraf şirketlerin unvanlarından farklı olması durumunda devralan şirketin) devralma yılından önceki 3 yıllık mali tabloları ile devralma işleminden 2001 yılı sonuna kadar olan dönemi içeren mali tabloları (Ek: 2) karşılaştırılmıştır.

4.1 DEVRALAN ŞİRKETLERİN FİNANSAL ANALİZİ

Her bir devralma işlemi sonrasında faaliyetini sürdüren şirketlerin, incelenen dönemlerine ilişkin finansal yorumlar aşağıda yer almaktadır.

4.1.1 Çanakkale Çimento Sanayii A.Ş.+Akçimento Ticaret A.Ş.=Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş./Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Betonsa Beton Sanayii ve Ticaret A.Ş.= Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Çanakkale Çimento A.Ş.'nin, incelemenin başlatıldığı 1993 yılından itibaren negatif olan işletme sermayesi Akçimento Ticaret A.Ş.'nin devralındığı 1996 yılından itibaren kayda değer artışlar göstererek pozitif hale gelmiş; Betonsa Beton Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin devralındığı 1997 yılından itibaren ise büyük sıçramalar kaydetmiştir.

Likidite Oranları

Cari oran, devralmadan önceki yıllarda 0,5 civarında iken Akçimento'nun devralınmasını takiben yükselerek 1'in üzerine çıkmıştır. Betonsa'nın devralındığı 1997 yılından sonra ise 2'nin üzerine çıkmıştır.

Likidite oranı devralma öncesinde en düşük 0,22; en yüksek de 0,34 olarak gerçekleşmişken, devralma sonrasında 1996 yılında 0,82; 1997 yılında 0,72 olmuştur. Betonsa'nın devralınmasını takiben 1998 yılında 2,15; izleyen yıllarda sırasıyla 1,5; 1,28 ve 1,04 olarak gerçekleşmiştir.

Faaliyet Oranları

Şirketin net satışları 1994 yılından itibaren, bir önceki yıla oranla sırasıyla %172; %82; %108; %202; %103; %32; %33 ve %41 oranında artış göstermiştir.

Net satışların aktif toplamına oranı ortalama 0,60 düzeyinde iken Akçimento'nun devralınmasından sonra yükselmiş ve bu eğilim Betonsa'nın devralınmasını takiben de artarak devam etmiş, 2001 yılı sonu itibariyle 0,98'e ulaşmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Şirketin kullandığı yabancı kaynakların toplamı özsermayeden daha fazla iken Akçimento ve Betonsa'nın devralınmasından sonra önemli ölçüde düşerek 2001 yılı sonunda 0,34 olarak gerçekleşmiştir.

Toplam borçlar içinde uzun vadeli borçlar ağırlıklı iken devralmalar sonrasında kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı artmıştır.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı 1993 yılında 0,11 iken izleyen yıllarda düşmüş, ancak Akçimento'nun devralındığı 1996 yılını izleyen yılda (1997) 0,19'a yükselmiş, sonrasında yeniden düşmeye başlamış ve 2001 yılında 0,05'e kadar gerilemiştir.

Brüt kar marjı 1993 yılında 0,26'dan 1997 yılında 0,31'e ulaşmış ancak izleyen yıllarda düşme eğilimine girmiş ve 2000 yılında 0,10'a kadar gerilemiştir. Satışların maliyetinin bir önceki yıla göre düştüğü 2001 yılında ise artarak 0,18'e ulaşmıştır.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1993 yılından itibaren azalırken, Akçimento'nun devralındığı 1996 yılında bir önceki yıla göre %878 oranında artış göstermiştir. Artış trendi 1997 yılında da devam etmiş ancak izleyen yıllarda ödenmiş sermaye ve dolayısıyla pay sayısındaki yüksek orandaki artışların da etkisiyle düşme eğilimine girmiştir. Bu eğilim, 2000 yılında ödenmiş sermaye tutarı değişmediği halde, büyük ölçüde satılan mal maliyetinin yükselmesine bağlı olarak dönem karında meydana gelen azalma nedeniyle devam etmiştir.

4.1.2 Koç Holding A.Ş.+Koç Yatırım ve Sanayi Mamulleri Pazarlama A.Ş.=Koç Holding A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Holdingin net işletme sermayesi incelenen dönem boyunca 2001 yılına dek her yıl önemli ölçüde artmış, ancak 2001 yılında döner değerlerdeki azalış ve kısa vadeli borçlar, özellikle de finansal borçların artması sonucunda 41,3 trilyon TL'nden 18 trilyon TL'sına düşmüştür.

Likidite Oranları

Likiditeyi ölçmeye yarayan cari, likidite ve nakit oranları çok yüksektir. Döner değerlerin düşüşü, kısa vadeli finansal borçların artış gösterdiği 2001 yılında görece düşme göstermesine rağmen yine de yeterli düzeydedir.

Faaliyet Oranları

İştiraklerden kar paylarından oluşan diğer faaliyet gelir ve karları, incelenen dönemde, biraz düşüşün olduğu 2000 yılı hariç, yıllar itibarıyla artan bir seyir izlemiştir.

Finansal Yapı Oranları

Özsermayenin ortalama %7'si oranında yabancı kaynak kullanılmaktadır. Bu oran 2001 yılında kullanılan kısa ve uzun vadeli finansal borçlar nedeniyle %15'e çıkmıştır. Yabancı kaynakların tamamına yakını kısa vadeli. Ancak 2001 yılında kısa vadeli borçların 1,5 katı tutarında uzun vadeli yabancı kaynak kullanılmıştır.

Karlılık Oranları

1993 ve 1994 yıllarında özsermayenin sırasıyla %35'i ve %47'si oranında net dönem karı elde eden şirketin karlılık oranı izleyen yıllarda sermaye artırımlarının etkisiyle düşmüş; 1997 ve 1998 yıllarında tekrar artarak %30'a çıkmış, ancak 1999 yılından itibaren yeniden düşmeye başlamıştır.

Pay Başına Bilgiler

Net dönem karı 1994 yılında bir önceki yıla göre %223 oranında, izleyen yıllarda sırasıyla %12; %80; %113; %91; %56; %2 ve %12 oranında artış göstermiştir.

Pay başına düşen net kar, 1994 yılında önceki yıla göre %62 oranında artmış, 1995 yılında %62 oranında azalmıştır. İzleyen yıllarda sırasıyla %8; %33 ve %91 oranında artan pay başına net kar, büyük miktarda sermaye artırımlarına gidilen son 3 yılda, önceki yıllara oranla azalmıştır.

4.1.3 Tofaş Oto Ticaret A.Ş.+Opar Otomotiv Parçaları A.Ş.=Tofaş Oto Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Tofaş Oto Ticaret A.Ş.'nin net işletme sermayesi 1994 yılından Opar Otomotiv'in devralındığı 1997 yılına dek artmış, 1997 yılında çok büyük sıçrama göstermiştir. Ancak 1998 ve 1999 yıllarında ticari borçlardaki büyük artışa bağlı olarak negatif hale gelmiştir. 2000 yılında döner değerlerin kısa vadeli borçlardan görece daha fazla artması sonucunda yeniden pozitif olmuştur.

Likidite Oranları

Şirketin cari oranı yıllar itibariyle genelde 1'in üzerindedir. Likidite oranı 1994 yılında 1 iken zaman içinde azalarak 2000 yılı sonunda 0,80'e düşmüştür. Nakit oranı 0,02 ile 0,10 arasında dalgalanmaktadır.

Faaliyet Oranları

Şirketin net satışları 1995 yılında bir önceki yıla göre %62 oranında artmıştır. Artış oranı bir sonraki yıl %41 olarak gerçekleşirken Opar Otomotiv'in devralındığı 1997 yılında %183'e ulaşmıştır. Sonraki yıllarda sırasıyla %39; %28 ve %124 oranında artış sağlamıştır.

Şirketin toplam satışları devralma öncesinde de sonrasında da ortalama olarak aktif toplamının 5 katıdır.

Brüt kar marjı 1994 ve 1995 yıllarında %6; 1996 yılında %7; 1997 yılında %8 iken 1998-2000 yıllarında %9 olmuştur.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı 1994 yılında 8,5; izleyen yıllarda ise sırasıyla 12,2 ve 9,1'dir. Opar Otomotiv'in devralındığı 1997 yılında 5'e düşmüş, sonraki yıllarda yeniden artarak 9,3; 8 ve 11,6 olarak gerçekleşmiştir.

Yabancı kaynakların hemen hemen tamamına yakını kısa vadeli.

Karlılık Oranları

Şirket 1994 ve 1995 yıllarında özsermayenin sırasıyla %4'ü ve 5'i oranında dönem karı elde etmiştir. Bu oran 1996 yılında %20'ye, devalmanın gerçekleştiği 1997 yılında %31'e yükselmiştir. 1998 yılında, faaliyet giderlerinin çok artması nedeniyle özsermayenin %67'si oranında zarar oluşmuş, ancak izleyen yıl yeniden kara geçilmiştir. 1999 yılı dönem karı özsermayenin %2'si iken 2000 yılı karı özsermayenin %25'ine ulaşmıştır.

Brüt satış karı, 1994 yılından 2000 yılına kadar düzenli olarak artarak %6'dan %9'a çıkmıştır.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1995 yılında 1994 yılına göre %53 oranında artmıştır. Sonraki yıllarda artış oranları %518 ve %44 olmuş, 1998 yılında pay başına %246 oranında zarar gerçekleşmiştir. 1999 yılında yeniden kara geçen şirketin 2000 yılı karı pay başına %2470 oranında artmıştır.

4.1.4 Çumra Kağıt Sanayii A.Ş.+(Baksan Bartın Kağıt Sanayii A.Ş.+Eltaş Elazığ Kağıt Torba Sanayii A.Ş.)=Işıklar Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Çumra Kağıt Sanayii A.Ş.'nin işletme sermayesi 1994 yılından 1997 yılına kadar önemli artışlar kaydetmiştir. 1995 yılı net işletme sermayesi bir önceki yılın 20,7 katına ulaşmıştır. İzleyen yıllardaki artış oranları sırasıyla %82 ve %117'dir. Ancak Baksan Bartın Kağıt Sanayii A.Ş. ve Eltaş Elazığ Kağıt Torba Sanayii A.Ş.'nin devralındığı 1997 yılını izleyen 1998 yılında yeni unvanıyla Işıklar Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin net işletme sermayesi yabancı kaynaklardaki önemli artış nedeniyle negatif hale gelmiş, sonraki yıllarda ise net işletme sermayesi açığı hızla büyümüştür.

Likidite Oranları

Likidite oranları 1994-1997 yılları arasında yeterli düzeyde iken devralma sonrasındaki yıllarda, kısa vadeli finansal ve ticari borçlardaki önemli artışa bağlı olarak düşmüştür.

Faaliyet Oranları

Şirketin net satışları yıllar itibariyle devamlı artış göstermiştir. Artış oranı 1995-1999 yıllarında bir önceki yıla göre sırasıyla %56; %203; %71; %101 ve %75 olmuştur. Buna karşılık, 2000 yılı net satışlarındaki artış oranı %40'tır. 2001 yılında ise satışlar bir önceki yıla göre %28 oranında azalmıştır.

Net satışlar 1994 yılında toplam aktifin 1,65 katıdır. Bu oran 1995 yılında 0,66'ya düşmüş, izleyen yıl yeniden 1,5'e yükselmiştir. 1997 yılında 0,79 olarak gerçekleşen net satışların aktif toplamına oranı, birleşme sonrasında 1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla 0,63 ve 0,66 olmuş, sonraki yıllarda daha da düşerek 2000 yılında 0,48; 2001 yılında ise 0,27 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan toplam yabancı kaynakların özsermayeye oranı 1994 yılında 1,58 iken yıllar itibariyle artarak 1997 yılında 4,53'e ulaşmıştır. 1998 yılında sermayedeki artış ve uzun vadeli finansal kaynaklardaki azalma nedeniyle 1,83'e inmiş, ancak 1999 yılında hem yabancı kaynakların önemli ölçüde artması, hem de dönem zararına bağlı olarak özsermayenin azalması sonucunda yükselmiş ve 8,83 olmuştur. İzleyen 2 yılda özellikle kısa ve uzun vadeli finansal borçlar ile kısa vadeli ticari borçlardaki önemli artışlar devam ettiğinden, kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı 2000 yılında 12'ye çıkmış, özsermayenin negatif değere dönüştüğü 2001 yılında ise 2,5 olmuştur.

1994 ve 1995 yıllarında yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olanlar ağırlıklı iken 1996 yılında uzun vadeli yabancı kaynakların toplam içindeki payı artmıştır. Sonraki yıllarda yeniden vade dağılımı kısa vadeli yabancı kaynaklar lehine dönmüştür.

Karlılık Oranları

Şirket 1994 yılında özsermayesinin %4'ü oranında dönem karı elde etmiştir. Dönem karının özsermayeye oranı izleyen yıllarda %39; %14 ve %34 olarak gerçekleşmiştir. Devralma sonrasındaki yıl olan 1998 yılında dönem karı özsermayenin %29'una düşerken 1999 yılında özsermayenin %99,6'sı; 2000 yılında %158'i; 2001 yılında ise %113'ü oranında zarar edilmiştir.

Brüt kar marjı yıllar itibariyle dalgalanma göstermekle birlikte, 1994 ve 2000 yılları haricinde, %20'nin üzerindedir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1995 yılında bir önceki yıla göre %799 oranında artmıştır. 1996 yılında %64 oranında azalmış; 1997 yılında %123 oranında artış göstermiştir. Devralma sonrasında 1998 yılında %18; 1999 yılında ise %263 oranında azalma olmuştur. İzleyen yıllarda ise zarar edilmiştir.

4.1.5 Sabah Yayıncılık A.Ş.+Bugün Yayıncılık A.Ş.=Sabah Yayıncılık A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yıllar itibariyle genelde düzenli olarak artmış, 1999 yılında kısa vadeli finansal borçların çok artması nedeniyle önemli ölçüde azalmıştır. İzleyen yılda yine yükselmiş, ancak kısa vadeli finansal borçların sıçrama gösterdiği 2001 yılında negatif olmuştur.

Likidite Oranları

Şirketin likiditesi genelde yeterlidir, ancak 2001 yılında yetersiz hale gelmiştir.

Faaliyet Oranları

Şirketin net satışları 2001 yılı dışındaki tüm yıllarda bir önceki yıla göre artmıştır. 1996 yılında net satışlar 1995 yılına göre %65 oranında, izleyen yılda ise %105 oranında artmıştır. En yüksek artış %195 ile devralma yılı olan 1998 sonu itibariyle gerçekleşmiştir. 1999 yılı artış oranı %44; 2000 yılı artış oranı ise %79 olmuştur. 2001 yılında net satışlar bir önceki yıla göre %12 oranında azalmıştır.

Net satışların aktif toplamına oranı 1997 yılı sonuna dek 1'in üstünde iken, devralmanın gerçekleştiği 1998 yılı ve izleyen yıllarda 1'in altına inmiştir. Ancak 2001 yılında tekrar 1'in üstüne çıkmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı, devralma sonrasında biraz yükselmiştir. Devralma öncesinde en yüksek 1,4 olan oran, devralma sonrasında 2 ve üstüne çıkmıştır.

İncelenen dönemde toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar daha fazladır. Devralmadan sonra kısa vadeli yabancı kaynakların görece büyüklüğü biraz daha artmıştır. 2001 yılında kullanılan kısa vadeli yabancı kaynaklar aktif toplamından daha fazladır.

Karlılık Oranları

1995 yılı ve sonrasında net dönem karının özsermayeye oranı sırasıyla %12, %15 ve %12 iken, devralmadan sonra %1, %5 ve %1 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında özsermayenin 1,6 katı tutarında zarar edilmiştir.

1995 yılında %38 olan brüt kar marjı izleyen iki yılda %47'ye yükselmiştir. Devralma sonrasında ise düşmüştür. Devralmanın gerçekleştiği 1998 ve izleyen yıllarda brüt kar marjı sırasıyla %26, %30, %24 ve %26'dır.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1996 yılında %26 oranında artmışken 1997 yılında %5; 1998 yılında ise %60 oranında azalmış; 1999 yılında %121 oranında artmıştır. 2000 yılında pay başına net karda %88 oranında azalma olmuş, 2001 yılı zararlarla kapatılmıştır.

4.1.6 Arçelik A.Ş.+Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş. / Arçelik A.Ş.+(Atılım Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş.+Gelişim Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş.+Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş.)=Arçelik A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi devralmalar öncesinde olduğu gibi devralmalar sonrasında da devamlı olarak artmıştır.

Likidite Oranları

Arçelik A.Ş. 1998 yılında Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş.'ni, 1999 yılında da Atılım Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş., Gelişim Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama A.Ş. ve Türk Elektrik Endüstrisi A.Ş.'ni devralmıştır.

Şirketin devralmalar öncesinde yeterli düzeyde olan likidite oranları devralmalar sonrasında da yeterli düzeyde seyretmiştir.

Faaliyet Oranları

Şirketin net satışları 1996 yılında bir önceki yıla göre %76 oranında artmıştır. 1997 yılındaki artış %89 iken 1998 yılında %66'ya düşmüştür. Devralmalar sonrasındaki yıl olan 1999 yılında %107 oranında artan net satışların artış hızı izleyen yıllarda azalarak %52 ve %40 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin net satışları 1995 yılında aktif toplamının yaklaşık 2 katı iken izleyen yıllarda 1,7 katına inmiştir. Devralmaların gerçekleştiği 1998 yılından sonra ise 1,4'e düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı 1995 yılında 1,35'ten 1998 yılında 0,83'e düşmüş, ancak devralmaları takiben artmaya başlamıştır. 1999 yılında 0,99 olan söz konusu oran izleyen yıllarda sırasıyla 1,19 ve 1,49'dur.

Şirketin toplam borçları içinde kısa vadeli borçları ağırlıklı iken bu durum zaman içinde değişmiş ve kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçlar birbirine yaklaşmıştır. Ancak devralmalar sonrasında bu durum yeniden değişmiş ve kısa vadeli borçların ağırlığı artmıştır.

Karlılık Oranları

Şirketin net dönem karının özsermayesine oranı 1995 yılında %28 iken 1996 ve 1997 yıllarında %39 olmuş, 1998 yılında %30'a düşmüştür. Devralmaları takiben 1999 yılında %30 düzeyi korunmuş ancak izleyen yıllarda düşerek %22 ve %6 olmuştur. 2000 yılındaki düşüş, özsermayenin net dönem karından daha hızlı artmasından kaynaklanmıştır. 2001 yılında ise özsermaye artarken net dönem karı önceki yıla göre %66 oranında azalmıştır.

Brüt kar marjı 1995 yılında % 28 iken yıllar itibariyle artarak 1999 yılında %39'a ulaşmıştır. Sonraki yıllarda biraz düşmekle birlikte hala %30'un üzerindedir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1996 yılında bir önceki yıla göre %93 oranında, 1997 yılında ise %41 oranında artmıştır. 1998 yılında net dönem karı arttığı halde sermaye artırımının etkisiyle pay başına net kar %30 oranında azalmıştır. 1999 yılında %20 oranında artan pay başına net kar 2000 yılında yine sermaye artırımının etkisiyle %31 oranında azalmıştır. 2001 yılı pay başına net kardaki %77 oranındaki azalma hem sermayenin artırılmasından hem de net dönem karının azalmasından kaynaklanmaktadır.

4.1.7 Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.+Otokar Pazarlama A.Ş.=Otokar Otobüs Karoseri Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1997 yılında 1996 yılına göre %16 oranında artış göstermiştir. Ancak 1997 yılından sonra azalmaya başlamış ve Otokar Pazarlama A.Ş.'ni devraldığı 1999 yılından itibaren negatif hale gelmiştir.

Likidite Oranları

Cari oran devralma yılı olan 1999 yılına kadar 1'in üzerinde iken bu yıldan itibaren azalmış ve 1'in altına düşmüştür. Bu durum kısa vadeli yabancı kaynaklardaki önemli artışın sonucudur. Kısa vadeli yabancı kaynaklar içinde de finansal borçlar çok artmıştır.

Likidite ve nakit oranlarında da benzer eğilim gözlenmekle birlikte bunlardaki düşüş, cari orandaki düşüşten daha azdır.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1997 yılında bir önceki yıla göre %29 oranında artmıştır. Satışlardaki artış oranı 1998 yılında %143,5 olmuştur. Devralma sonrasında artış hızı düşmeye başlamıştır. Bu oran 1999 yılı için %81; 2000 yılı için ise %50'dir. 2001 yılı satışları ise 2000 yılı satışlarına göre %2 oranında azalmıştır.

Net satışlar 1996 yılında toplam aktiflerin 2,5 katıdır. Bu oran zaman içinde devamlı azalarak 2001 yılında 0,80'e kadar düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

Şirketin toplam borçları 1996 yılında özsermayenin 1,7 katıdır. Bu oran izleyen yıllarda artarak sırasıyla 2 ve 3,2 olmuştur. Ancak devralma sonrasında azalma gözlenmektedir. 1999 yılında özsermayenin 2,6 katı tutarında yabancı kaynak kullanılmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında kullanılan yabancı kaynağın özsermayeye oranı sırasıyla 1,6 ve 2,3'tür.

Toplam yabancı kaynaklar içinde ağırlık kısa vadeli yabancı kaynaklardadır ve bunların ağırlığı zaman içinde artış göstermektedir. 1996 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklar toplam aktiflerin %48'ini oluştururken devralma öncesinde (1998) %63'e ulaşmıştır. Devralma sonrasında artış devam etmiş ve %70'lere çıkmıştır.

Karlılık Oranları

1996 yılında özsermayenin %27'si oranında net dönem karı elde edilmiştir. 1997 yılında net dönem karının %21 oranında azalması sonucunda bu oran %14 olmuş, ancak izleyen yıl %30'a çıkmıştır. Devralma sonrasındaki yıllarda elde edilen dönem karının özsermayeye oranı %30'un üzerindedir.

Brüt kar marjı 1996-1998 yılları arasında sırasıyla %25; %18 ve %25 iken devralma sonrasında %30 civarında gerçekleşmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar, net dönem karının %21 oranında azaldığı 1997 yılında, sermaye artırımının da etkisiyle % 69 oranında azalmıştır. 1998 yılında net kardaki artış oranında (%387) artmıştır. Devralma sonrasındaki yıllarda net dönem karı arttığı halde sermaye artırımları nedeniyle pay başına net kar azalmıştır.

4.1.8 Hür-Güç Gazetecilik Ticaret Turizm Organizasyon A.Ş.+AD Yayıncılık A.Ş.=Doğan Burda Rizzoli Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1997 yılında bir önceki yıla göre artmış, ancak 1998 yılında negatif olmuştur. Devralmanın gerçekleştiği 1999 yılında yeniden pozitif hale gelmiş, izleyen yıllarda düzenli olarak artmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran 1996 yılında 1,6 iken izleyen yıllarda azalarak 1998 yılında 0,84'e düşmüştür. Devralmayı takiben 1'in üzerine çıkmış ve 2001 yılında 1,67'ye ulaşmıştır.

Likidite ve nakit oranlarında da paralel gelişmeler gözlenmektedir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1997 yılında bir önceki yıla göre %126 oranında artmıştır. İzleyen yıllardaki artış oranları sırasıyla %112; %62; ve %87 olmuştur. 2001 yılında ise net satışlarda %12 oranında düşme meydana gelmiştir.

Net satışların aktif toplamına oranı 1996 yılında 1,5'tir. 1997 yılında 1,2'ye düşmüş, izleyen yıl 1,84'e yükselmiştir. Devralmayı takiben 1999 yılında 1,6'ya düşmüş, 2000 yılında 1,74'e yükselmiş, ancak net satışların reel olarak azaldığı 2001 yılında yeniden düşmüş ve 1,4 olmuştur.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynaklar 1996 yılında özsermayenin 2 katına yakın iken bu oran zaman içinde istikrarlı olarak azalmış ve 2001 yılında %62'ye düşmüştür.

Toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olanlar ağırlıklıdır.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı 1996 yılında %97'den 2000 yılında %40'a düşmüştür. 2001 yılı dönem zararı, özsermayenin %5'ini oluşturmaktadır.

Brüt kar marjı son yıl hariç yıllar itibariyle artmıştır. 2001 yılında, bir önceki yıl %53,2 olan satılan mal maliyetinin %70'e çıkması nedeniyle düşmüştür.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1997 yılında sermayenin önemli ölçüde artırılması sonucunda, bir önceki yıla göre %98 oranında azalmıştır. 1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla %7 ve %24 oranında artmıştır. 2000 yılında yine sermaye artırımının etkisiyle %85 oranında azalmıştır. 2001 yılında pay başına net karın %104 oranında azalmasının nedeni hem sermayenin artırılması hem de dönem karının azalmasıdır.

4.1.9 Tabaş Petrolcülük A.Ş.+Turcas Petrolcülük A.Ş.=Turcas Petrolcülük A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1996 yılından itibaren düzenli olarak artarken 1999 yılındaki devralmayı takiben negatife dönüşmüştür ve net işletme sermayesi açığı izleyen yıllarda giderek artmıştır. Bu durum, devralma sonrasında finansal borçlar ve ticari borçlardaki büyük artışlardan kaynaklanmaktadır.

Likidite Oranları

Cari oran, devralma öncesinde 2,5 ve üzerindedir. Ancak devralma sonrasında 1'in altına düşmüştür. İzleyen yıllarda düşüş devam ederek 2001 yılında 0,43'e kadar gerilemiştir.

Likidite oranı da cari orana paralel gelişme göstermiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1997 yılında bir önceki yıla göre %91 oranında artmıştır. 1998 yılındaki artış %42 olmuştur. Devralma sonrasında net satışlar önceki yıla göre %0,6 oranında azalmış, ancak 2000 yılında sıçrama yaparak %258 oranında artmıştır. 2001 yılındaki artış oranı %36'dır.

Net satışların aktif toplamına oranı 1996 yılında 5,5'tir. İzleyen yıllarda sırasıyla 7 ve 6,5 olmuştur. Devralmanın gerçekleştiği yıl sonu itibariyle, net satışların aktif toplamı kadar artmaması nedeniyle 1,5'e düşmüş, ancak sonraki yıllarda 5'in üzerine çıkmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynaklar toplamı 1996 yılında özsermayenin %25'i iken 1997 yılında %45; 1998 yılında ise %39 olarak gerçekleşmiştir. Devralmadan sonra kullanılan yabancı kaynaklar büyük oranda artış göstermiştir. 1999 yılında özkaynakların 4,2 katı tutarında yabancı kaynak kullanılmıştır. Bu oran 2000 yılında 8,5'e yükselmiştir. 2001 yılında geçmiş yıl zararı ve dönem zararı nedeniyle özsermaye negatif hale gelmiştir. Bu yıl kullanılan yabancı kaynaklar, negatif özsermaye tutarının 4,7 katı kadardır.

Yabancı kaynakların vade açısından dağılımı dalgalanma göstermektedir. 1996 yılında kısa vadeli borçlar ağırlıktadır. 1997 yılında hemen hemen eşitlenmiştir. 1998 yılında yine kısa vadeli borçlar artmıştır. Devralma sonrasında kısa vadeli yabancı kaynaklardan daha çok uzun vadeli yabancı kaynak kullanılmıştır. 2000 yılında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların tutarı birbirine çok yakın olmakla birlikte kısa vadeli yabancı kaynaklar biraz daha fazladır. 2001 yılında yeniden kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklı hale gelmiştir.

Karlılık Oranları

1996 yılından itibaren net dönem karının özsermayeye oranı sırasıyla %30; %25 ve %33 iken devralma sonrasında %2'ye düşmüştür. 2000 yılında dönem zararı oluşmuş; 2001 yılında dönem zararı olduğu gibi, bunun etkisiyle özsermaye de negatif hale gelmiştir.

Brüt kar marjında, yıllar itibariyle önemli bir değişiklik olmamıştır, ortalama %6 düzeyindedir.

Pay Başına Bilgiler

1997 yılında net dönem karı 1996 yılına göre az da olsa artmış olmasına rağmen sermayenin daha fazla oranda artırılmış olması nedeniyle pay başına düşen net kar %56 oranında azalmıştır. 1998 yılında net karın önemli ölçüde artması ve sermayenin aynı kalması sonucunda %110 oranında artmıştır. 1999 yılında devralma nedeniyle sermayenin artması ve net dönem karının büyük ölçüde azalmasına bağlı olarak pay başına net kar %95,6 oranında azalmıştır.

4.1.10 Odöksan Osmaneli Döküm Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Bimtaş Bilumum İnşaat Malzemeleri Ticaret A.Ş.=Odöksan Osmaneli Döküm Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1998 yılında bir önceki yıla göre %84 oranında artmasına rağmen, devralma sonrasında, 1999 yılında %22 oranında azalmıştır. Ancak 2000 ve 2001 yıllarında önemli ölçüde artmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran incelenen dönem boyunca yeterli düzeydedir. 1997 yılında 1,27'den 1998 yılında 1,75'e yükselmiştir. Devralmayı takiben 1999 yılında tekrar 1,27'ye düşmüş, ancak sonraki yıllarda yeniden yükselmiştir.

Likidite oranı 1997 ve 1998 yıllarında 1'e yakınken devralma sonrasında biraz düşmüştür.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1998 yılında bir önceki yıla göre %17 oranında artmıştır. Devralmanın gerçekleştiği 1999 yılı satışlarındaki artış %9,5 olmuştur. İzleyen yıllarda satışlardaki artış hızlanmış ve sırasıyla %51 ve %95,9 olmuştur.

Net satışlar devralma öncesindeki yıllarda aktif toplamından fazladır. Devralma sonrasında da net satışların aktif toplamına oranında yükselme eğilimi gözlenmektedir.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçlar 1997 yılında özsermayenin yaklaşık 3 katıdır. Bu oran 1998 yılında 1,2'ye düşmüştür. Devralmanın gerçekleştiği yıl olan 1999 yılında finansal borçların önemli ölçüde

artması ve dönem zararı nedeniyle 2,6'ya çıkmıştır. 2000 yılında yine dönem zararı oluşmasına rağmen sermayenin artırılması ve finansal borçların azalması sonucunda 1,3'e inmiştir. Kar edilen 2001 yılında ise söz konusu oran 1,2'ye inmiştir.

Yabancı kaynakların çoğunluğu kısa vadeli.

Karlılık Oranları

1997 yılı zarar ile kapatılmıştır. 1998 yılında özsermayenin %19'u oranında net dönem karı elde edilmiştir. 1999 ve 2000 yıllarında yine zarar edilmiş, 2001 yılında kara geçilmiştir. Bu dönemde sağlanan karın özsermayeye oranı yine %19'dur.

Brüt kar marjı, incelenen dönemde 2000 yılı dışındaki yıllarda %30 civarındadır.

4.1.11 Işıklar İnşaat Malzemeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Işıklar Bartın Tuğla Fabrikaları Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Işıklar İnşaat Malzemeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1996 yılından 1998 yılına dek devamlı artmıştır. Bu artış devralmanın gerçekleştiği 1999 yılı için de geçerlidir. Ancak 2000 ve 2001 yıllarında diğer kısa vadeli borçların büyük ölçüde artmasıyla negatife dönüşmüştür.

Likidite Oranları

Cari oran ve likidite oranları 1999 yılından itibaren azalmaya başlamıştır.

Faaliyet Oranları

Net satışlar, 1999 yılı haricinde, değişen oranlarda artış göstermiştir. 1999 yılında, 1998 yılı satışlarının %31'i oranında azalmıştır.

Net satışların toplam aktife oranı ilk 3 yılda 1 civarında iken 1999 yılında, finansal duran varlıklardaki artış ve satışlardaki reel azalma nedeniyle 0,26'ya düşmüştür. 2000 yılında satışların artması sonucunda 0,85'e çıkmış, 2001 yılında finansal varlıklardaki artışa bağlı olarak biraz gerileyerek 0,78 olmuştur.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı yıllar itibariyle artmıştır. 2001 yılında, diğer kısa vadeli borçlardaki sıçrama ve dönem zararı nedeniyle 3,25'e çıkmıştır.

Toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklıdır ve zaman içinde ağırlığı artmıştır.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı 1996-1998 yılları arasında %6'dan %40'a çıkmıştır. Ancak devralmanın gerçekleştiği 1999 yılından itibaren düşmeye başlamıştır. 1999 yılında özsermayenin %16'sı oranında dönem karı elde edilirken bu oran 2000 yılında %6'ya düşmüş, 2001 yılı ise zararlarla kapatılmıştır.

Brüt kar marjı da 1996-1998 yılları arasında düzenli olarak artarak %32'den %58'e yükselmiştir. 1999 yılında %38'e düşen brüt kar marjı, izleyen yıllarda artarak sırasıyla %40 ve %50 olmuştur.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1997 ve 1998 yıllarında bir önceki yıla oranla sırasıyla %178 ve %821 oranında artmış, daha sonraki yıllarda net dönem karının azalması ve sermayenin artması nedeniyle düşmüştür.

4.1.12 Kordsa Kord Bezi Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Dusa Endüstriyel İplik Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Kordsa Kord Bezi Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yıllar itibariyle düzenli olarak artmıştır. 1996 yılında 3.860.427 milyon TL tutarındaki net işletme sermayesi 2001 yılında 33.505.162 milyon TL'na ulaşmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran yıllar itibariyle dalgalanmakla birlikte en yüksek 2, en düşük de 1,4 olmuştur.

Likidite oranı da dalgalanmaktadır. 1996 yılında 1 olan likidite oranı devralmanın gerçekleştiği 1999 yılında 0,64 ile en düşük değerine ulaşmıştır, 2001 yılında ise 0,77'dir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar yıllar itibariyle düzenli olarak artmıştır. En büyük artış oranı %123,5 ile 2001 yılında yaşanmıştır.

Net satışların aktif toplamına oranı 1996 yılında 1,5 iken, izleyen yıllarda aktifteki hızlı artış nedeniyle 0,78 ve 0,92 olmuştur. Devralmayı takiben 1999 yılında, yine aktif toplamının net satışlardan daha çok artması sonucunda 0,75'e düşmüş, 2000 ve 2001 yıllarında artarak sırasıyla 0,79 ve 0,95'e ulaşmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı 1996 yılında 0,75 iken 1997 yılında kısa vadeli finansal borçlardaki artışa paralel olarak 1,78'e çıkmış, 1998 yılında sermaye artırımının etkisiyle 1'e düşmüştür. Devralma sonrasında, özsermayenin artması nedeniyle kısa vadeli finansal borçlardaki artışa rağmen 0,72'ye düşmüştür. 2000 ve 2001 yıllarında kısa ve uzun vadeli finansal borçlardaki artışa bağlı olarak sırasıyla 1 ve 1,33 olmuştur.

Toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklıdır. Yalnızca 2000 yılında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların tutarı birbirine çok yaklaşmıştır.

Karlılık Oranları

1996 yılında özsermayenin %48'i oranında net dönem karı elde edilmiştir. Bu oran 1997 yılında, özsermayenin kardan daha fazla artması nedeniyle %39'a düşmüştür. Net dönem karının reel olarak azaldığı 1998 yılında %16'ya düşmüştür. Düşüş, devralma yılı olan 1999 yılında da hızlanarak devam etmiştir. 2000 ve 2001 yıllarında net dönem karındaki önemli artışlarla söz konusu oran sırasıyla %15 ve %17'ye çıkmıştır.

Brüt kar marjı 1996 yılından 1999 yılına dek azalarak %42'den %29'a gerilemiştir. Ancak daha sonra artmaya başlamıştır. 2000 yılında %30 olan brüt kar marjı 2001 yılında %39'a çıkmıştır.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar, 1997-1999 yıllarında bir önceki yıla göre azalmış, sonraki yıllarda artmaya başlamıştır.

4.1.13 Merko Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.+(Sultanköy Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Frumiks Meyve Ürünleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.)=Merko Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1998 yılında 1997 yılına göre %9 oranında azalırken devralmanın gerçekleştiği 1999 yılında önemli ölçüde artmıştır. Ancak 2000 ve 2001 yıllarında, kısa vadeli borçlar, özellikle de finansal borçlardaki büyük artış sonucunda negatif hale gelmiştir.

Likidite Oranları

Cari oran 1996 yılında 1,47 iken zaman içinde düşmüş ve 2001 yılında 0,62 olmuştur.

Likidite oranı da benzer gelişme göstererek 0,70'ten 0,23'e gerilemiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1997 ve 1998 yıllarında bir önceki yıla göre yaklaşık %80 oranında artmıştır. Artış oranı, devralmanın gerçekleştiği 1999 yılında %97'ye çıkmış, 2000 yılında %59'a düşmüş, 2001 yılında %121'e çıkmıştır.

1996 yılında elde edilen net satışlar aktif toplamının %94'üdür. 1997 ve 1998 yıllarında net satışların aktif toplamına oranında düşüş olmuştur. Devralmayı takiben 1999 yılında bu oran artmış ve aktif toplamının %74'ü oranında net satış geliri elde edilmiştir. 2000 yılında %68'e düşen oran 2001 yılında %84'e çıkmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı yıllar itibariyle artmaktadır. 2001 yılında ise kısa vadeli finansal borçların gösterdiği büyük artışa paralel olarak sıçrama yapmış ve 5,25'e ulaşmıştır.

Toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklı olup zaman içinde bunların ağırlığı daha da artmıştır.

Karlılık Oranları

Yıllar itibariyle elde edilen net dönem karının özsermayeye oranı düşme eğilimindedir. 1996 yılında %22 olan oran 2000 yılında %1'e inmiştir. 2001 yılı ise zararla kapatılmıştır. Net

satışların 2000 yılına göre büyük bir artış göstermesine rağmen dönemin zararla kapatılması diğer faaliyet gider ve zararları ile finansman giderlerindeki büyük artıştan kaynaklanmaktadır.

Brüt kar marjı da azalan bir seyir izleyerek 1996 yılında %26'dan 2001 yılında %18'e düşmüştür.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1997 yılında, net dönem karının bir önceki yıla göre %36 oranında düşmesi ve sermayenin artırılması nedeniyle %68 oranında azalmıştır. 1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla %162 ve %39 oranında artmış, 2000 ve 2001 yıllarında dönem karındaki azalma ve dönem zararı nedeniyle büyük ölçüde azalmıştır.

4.1.14 Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+(Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+Güney Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.+Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayii A.Ş.)=Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1996 yılından sonra, finansal borçlardaki artış nedeniyle negatif hale gelmiş ve işletme sermayesi açığı yıllar itibariyle devam etmiştir. 2001 yılında kullanılan finansal borçlarda ve buna bağlı olarak işletme sermayesi açığında çok büyük bir artış olmuştur.

Likidite Oranları

Cari oran 1996 yılında 1,16'dır. 1997 yılında 0,80'e düşmüş, 1998 yılında 0,94'e çıkmış, 1999 yılında tekrar 0,88'e düşmüştür. 1999 yıl sonunda 3 şirketi devralan şirketin cari oranı 2000 yılında artarak 0,97'ye çıkmış ancak 2001 yılında 0,56 ile en düşük seviyesine inmiştir.

Likidite oranı da benzer gelişme göstermiştir.

Faaliyet Oranları

1997 yılı net satışları 1996 yılı net satışlarına göre %65 oranında artmıştır. Satışlardaki artış oranı 1998 ve 1999 yıllarında sırasıyla %108 ve %14 olmuştur. Devralma sonrasında 2000 yılı satışlarında sıçrama olmuş ve 1999 yılına göre %189 oranında artmıştır. 2001 yılındaki artış oranı ise %112'dir.

Net satışların aktif toplamına oranı devralma öncesinde %50 ile %60 arasında oynamaktadır. Devralma sonrasındaki ilk yıl olan 2000 yılında toplam aktifin %55'i oranında net satış geliri elde edilirken 2001 yılında bu oran %71'e yükselmiştir.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynaklar 1996 yılında özsermayenin 1,3 katı iken yıllar itibariyle artarak 1999 yılında 5,2'ye ulaşmıştır. Devralma sonrasında, kısa vadeli yabancı kaynaklardaki büyük artış ve son 3 yıldaki zarara rağmen, uzun vadeli yabancı kaynaklardaki azalış ve özsermaye kalemlerindeki artış nedeniyle düşmüş ve sırasıyla 1,1 ve 2,1 olmuştur.

1996 ve 1997 yıllarında toplam yabancı kaynakların büyük kısmı kısa vadeli iken bu durum 1998 ve 1999 yıllarında tersine dönmüştür. Ancak devralma sonrasında yeniden kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığı artmıştır.

Karlılık Oranları

1996 yılında özsermayenin %37'si oranında dönem karı elde edilmiştir. 1997 yılı dönem karı reel olarak azaldığı gibi özsermayeye oranı da %9'a düşmüştür. 1998 ve 1999 yıllarında zarar edilmiştir. Devralmayı takiben 2000 yılında özsermayenin %16'sı oranında kar edilirken 2001 yılı yine zararla kapanmıştır.

Brüt kar marjı 1996-1999 yıllarında azalma göstermiş ve %44'ten %36'ya gerilemiştir. Devralma sonrasında yükselen brüt kar marjı 2000 yılında %45; 2001 yılında %47'dir.

Pay Başına Bilgiler

1996 ve 1997 yıllarında pay başına net kar oluşmakla birlikte 1997 yılında pay başına düşen net kar, bir önceki yıla göre %71 oranında düşmüştür.

4.1.15 Anadolu Cam Sanayii A.Ş.+Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.=Anadolu cam Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi negatif iken devralma sonrasında pozitif hale dönüşmüştür ve 2001 yılında da bir önceki yıla göre %72 oranında artış göstermiştir.

Likidite Oranları

Cari oran 1996-1999 yılları arasında genelde düşük iken devralmayı takiben yükselmiştir. 2000 yılında 1,65 olan cari oran 2001 yılında 2'ye çıkmıştır.

Likidite oranı da paralel gelişme göstererek devralma sonrasında yeterli düzeye ulaşmıştır.

Faaliyet Oranları

Net satışlar her yıl artmakla birlikte artış oranı 2000 yılına kadar azalan bir seyir izlemiştir. 2000 yılı satışları bir önceki yıl satışlarının %107'si oranında artmıştır. 2001 yılı satışlarının artış oranı ise %143'tür.

Net satışların aktif toplamına oranı 1996 yılında %37'den 1999 yılında %53'e yükselmiştir. 2000 yılında net satışlar 1999 yılına göre %107 oranında artmış olmasına rağmen, devralma sonrasında aktif toplamının daha fazla artmış olması nedeniyle bu yılın net satışları aktif toplamının %47'sini oluşturmaktadır. 2001 yılında söz konusu oran %79'a çıkmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Toplam yabancı kaynaklar 1996 yılında özsermayenin 4 katı iken zaman içinde azalarak 1999 yılında özsermayenin %74'üne inmiştir. Devralma sonrasındaki yıl olan 2000 yılında biraz daha azalarak %68 olan toplam borçların özsermayeye oranı, 2001 yılında uzun vadeli finansal borçlardaki artışın etkisiyle %76'ya çıkmıştır.

1996 yılında kullanılan toplam borçların vade dağılımı birbirine yakın iken 1997 yılında uzun vadeli borçlar ağırlık kazanmış, sonraki yıllarda bu durum tersine dönmüştür. 2001 yılında yeniden kısa ve uzun vadeli borçlar eşitlenmiştir. Kısa ve uzun vadeli borçların büyük bölümünü finansal borçlar oluşturmaktadır.

Karlılık Oranları

1996 yılında özsermayenin %18'i oranında net dönem karı elde edilmişken bu oran izleyen yıllarda büyük ölçüde düşerek %1 olmuştur. 1999 yılında biraz yükselerek %4'e çıkan söz konusu oran devralmayı takiben 2000 yılında %5'e çıkmış, ancak dönem karının reel olarak da azaldığı 2001 yılında %3'e düşmüştür.

Brüt kar marjı azalan bir seyir izlemiştir. 1996 yılında %42 olan brüt kar marjı 1999 yılında %35'e inmiştir. Devralma sonrasında düşme devam etmiştir. 2000 ve 2001 yıllarında brüt kar marjı %31'dir.

Pay Başına Bilgiler

1997 yılında pay başına düşen net kar, dönem karının bir önceki yıla göre büyük ölçüde azalmasına bağlı olarak %98 oranında azalmıştır. 1998 ve 1999 yıllarında %300'den fazla artış göstermiştir. 2000 yılında net dönem karının bir önceki yıla göre %211 oranında artmış olmasına rağmen, devralma nedeniyle sermayenin artması sonucunda pay başına net kar %47 oranında azalmıştır. 2001 yılında dönem karının reel olarak azalmasının yanı sıra sermayenin yeniden artırılmasına bağlı olarak yine azalmıştır. Azalma oranı %42dir.

4.1.16 Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş.+Pınar Un ve Tarım Ürünleri Sanayii A.Ş.=Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yeterli düzeyde olup zaman içinde artmaktadır. Devralma sonrasında da artmaya devam etmiştir. Ancak 2001 yılında biraz azalmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran 1996 yılında 2,6'dır. Sonraki yıllarda azalma eğilimine girmekle birlikte yeterli düzeydedir. Devralma sonrasında, 2000 yılında 1,60'a; 2001 yılında ise 1,21'e düşmüştür. Bunda kısa vadeli borçların, özellikle de finansal borçların çok artması etkili olmuştur. 2001 yılında uzun vadeli finansal borçlar da önemli ölçüde artmıştır.

Likidite oranında da benzer eğilim gözlenmekle birlikte, oran 1997 ve 2001 dışındaki yıllarda 1'in üzerindedir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1997 yılında 1996 yılı satışlarına göre %128 oranında artmıştır. Sonraki yıllarda satışlar devamlı artmakla birlikte artış oranı azalmıştır. 2001 yılı satışlarının artış oranı %28'dir.

Net satışların aktif toplamına oranı dalgalanma göstermektedir. Ancak genelde azalma eğilimindedir. 1996 yılı net satışları aktifin 1,64'ünü oluştururken 2001 yılı satışları aktifin %96'sını oluşturmaktadır.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynakların tutarı yıllar itibariyle artmaktadır. 1996 yılında özsermayenin %62'si oranında yabancı kaynak kullanılmışken bu oran 1999 yılında 1,3'e ulaşmış, devralmayı takiben daha da artarak 2000 yılında 1,6; 2001 yılında 3,5'e çıkmıştır.

1996 yılında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar hemen hemen birbirine eşitken 1997 yılında toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklıdır. 1998 ve 1999 yıllarında bu durum tersine dönmüş, 2000 ve 2001 yıllarında yeniden kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığı artmıştır.

Karlılık Oranları

1997 ve 1998 yıllarında net karda sağlanan artış sırasıyla %159 ve %60'tır. 1999 yılı net karı bir önceki yıl net karının %15'i oranında azalmış, 2000 yılı net karı %200 oranında artmış, 2001 yılı ise zararlar kapatılmıştır. 2001 yılının zararlar kapatılmasında, net satışlardaki artış oranının düşmesinin yanı sıra, satılan mal maliyetinin net satışların %85,7'sine, finansman giderlerinin ise yine net satışların %35,6'sına ulaşması etkili olmuştur.

Net dönem karının özsermayeye oranı en yüksek %15, zararlar kapatılan 2001 yılı hariç, en düşük %7'dir.

Brüt kar marjı 1996 yılında %20'dir. Yıllar itibariyle azalmış ve 2001 yılında %14'e kadar düşmüştür.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1997 yılında bir önceki yıla göre %159 oranında artmış, 1998 ve 1999 yıllarında bir önceki yıllara göre düşmüştür. Devralma sonrası, 2000 yılında pay başına net kar %175 oranında artmış, ancak 2001 yılında zarar edilmiştir.

4.1.17 Aygaz A.Ş.+Gaz Aletleri A.Ş.=Aygaz A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yıllar itibariyle sürekli artmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran yüksektir. 1997-1999 yılları arasında 2 ile 2,5 arasında seyretmiştir. Devralmanın gerçekleştiği 2000 yılında 1,5'a inmiştir ancak yine de yeterli düzeydedir. 2001 yılında tekrar 2'ye yükselmiştir.

Likidite oranı da benzer bir seyir izlemiştir. En düşük olduğu 2000 yılında dahi 1'in üzerindedir.

Faaliyet Oranları

1998 yılı net satışları 1997 yılına göre %61 oranında artmıştır. İzleyen yıllardaki artış oranları sırasıyla %96, %79 ve %147 olmuştur.

Net satışlar aktif toplamının genelde 2 katıdır. 2001 yılında 3,5 katına ulaşmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçlar 1997 yılında özsermayenin %70'i kadardır. 1998 yılında özsermayenin %56'sı kadar yabancı kaynak kullanılmıştır. Bu oran 1999 yılında yeniden %70'e çıkmış, birleşmenin gerçekleştiği 2000 yılında, kısa vadeli ticari borçlardaki büyük artış sonucunda 1'e ulaşmıştır. 2001 yılında %62'ye gerilemiştir.

Yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olanlar ağırlıklıdır.

Karlılık Oranları

İncelenen dönemde genel olarak özsermayenin yaklaşık %30'u oranında dönem karı elde edilmiştir. Ancak 2001 yılında söz konusu oran, özsermaye artış oranının dönem karındaki artış oranından daha fazla olması nedeniyle %18'e düşmüştür.

Brüt kar marjı 1997-1999 yılları arasında ortalama %18 iken devralmadan sonra biraz düşmüştür. 2000 yılında %16 olan brüt kar marjı 2001 yılında %14'tür.

Pay Başına Bilgiler

1998 yılı net karı bir önceki yıla göre %105 oranında artmıştır, ancak sermayenin artırılması nedeniyle pay başına net kar yalnızca %2 oranında artmıştır. 1999 yılı net karı %48 oranında artmış, sermaye artırımı nedeniyle pay başına net kar %26 oranında azalmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında net kar sırasıyla %69 ve %11 oranında artmış, pay başına net kar ise sermaye artırımları nedeniyle sırasıyla %15 ve %49 oranında azalmıştır.

4.1.18 Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.+Gerçek Yayıncılık A.Ş.=Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yeterli düzeyde olup devralma sonrasında daha da artmıştır.

Likidite Oranları

Likidite oranları 1997 ve 1998 yıllarında çok yüksektir. 1999 yılında biraz düşerek normal düzeye inmiş, devralma sonrasında yeniden çok yükselmiştir.

Faaliyet Oranları

1998 yılı net satışları bir önceki yıla göre %56 oranında artmıştır. İzleyen yıllardaki artış oranı sırasıyla %47; %65 ve %14 olmuştur.

Net satışların aktif toplamına oranı 1997 yılında 1'dir. 1998 yılında aktif toplamındaki artış oranının satışlardaki artıştan daha fazla olması sonucunda bu oran %90'a düşmüştür. 1999 yılı satışları toplam aktiflerin %92'sini karşılayabilmektedir. Devralma sonrasında, 2000 yılında bu oran yeniden 1'e yükselmiştir. 2001 yılında ise, net satışların sadece %14 artış göstermesi nedeniyle, %68 ile incelenen dönemdeki en düşük seviyesine inmiştir.

Finansal Yapı Oranları

1997 yılında kullanılan yabancı kaynaklar özsermayenin %57'sidir. Yabancı kaynakların özsermayeye oranı izleyen yıllarda artarak sırasıyla %70 ve %83 olmuştur. Devralmayı takiben %63'e inmiş, ancak 2001 yılında kısa ve uzun vadeli finansal ve ticari borçlardaki artış sonucunda tekrar yükselerek 1'e ulaşmıştır.

Yabancı kaynaklar içinde ağırlık 1997-1999 yılları arasında kısa vadeli yabancı kaynaklarda iken devralma sonrasında bu durum, uzun vadeli finansal borçlardaki önemli artışa bağlı olarak tersine dönmüştür.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı 1997 yılında %54 iken sonraki yıllarda azalmıştır. 1998 yılında %36'ya, dönem karının reel olarak azaldığı 1999 yılında ise %21'e düşmüştür. Devralma sonrasında söz konusu orandaki düşüş devam etmiştir. 2000 yılındaki net dönem

karının özsermayeye oranı %17; yine dönem karının reel olarak azaldığı 2001 yılında ise %9 olmuştur.

Brüt kar marjı yıllar itibariyle azalan bir seyir izlemiştir. 1997 yılında %67 olan brüt kar marjı 1998 yılında %63'e; 1999 yılında %49'a düşmüştür. Devralma sonrasında düşme devam etmiştir. 2000 yılında %41 olan brüt kar marjı 2001 yılında %37'dir.

Pay Başına Bilgiler

1998 yılında net kar bir önceki yıla göre %12 oranında artmış, ancak özsermayedeki artış nedeniyle pay başına net kar %88 oranında azalmıştır. 1999 yılı net karı %22 oranında, pay başına net kar ise %59 oranında azalmıştır. 2000 yılı net karı %29 oranında artarken devralma sonrası özsermayenin artması nedeniyle pay başına net kar %24 oranında azalmıştır. 2001 yılında hem net kar hem de pay başına net kar sırasıyla %24 ve %55 oranında düşmüştür.

4.1.19 Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+(Köy-Tür Elazığ Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Köy-Tür Kayseri Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.)/Köy-Tür Holding A.Ş.+(Köy-Tür Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Entaş Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Köy-Tür Pazarlama A.Ş.)=Köy-Tür Entegre Tavukçuluk Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Köy-Tür Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1999 yılında (30.06.1999 tarihli bilançoysu esas olarak) Köy-Tür Elazığ Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Köy-Tür Kayseri Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ni devralmıştır. Köy-Tür Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin arşiv dosyalarında devralma işlemi öncesine ait 3 yıldan (1996, 1997, 1998) yalnızca 1998 yılına ait mali tabloları bulunabildiğinden söz konusu devralma işlemi ile ilgili analiz yapılmamıştır. Ayrıca Köy-Tür Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş. Köy-Tür Holding A.Ş. tarafından 30.09.2000 tarihli bilanço esas alınmak suretiyle devralınmış olduğundan, bu işlemle ilgili analiz yapılmıştır.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi açığı vardır ve bu açık, devralma işleminden sonra daha da büyümüştür.

Likidite Oranları

Net işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak likidite de düşüktür. Devralma sonrasında cari oranda hafif bir yükselme olmakla birlikte yeterli düzeye ulaşmamıştır.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1998 yılında bir önceki yıla göre %228 oranında artmış; 1999 yılında %52 oranında azalmıştır. Devralma sonrasında net satışlardaki artış oranı %1540'tır.

Net satışlar devralma öncesinde aktif toplamının ortalama yaklaşık %4'ünü oluştururken, devralma sonrasında bu oran %5'tir.

Finansal Yapı Oranları

1997 yılında kullanılan yabancı kaynaklar özsermayenin 1,64 katıdır. 1998 ve 1999 yıllarında hem yabancı kaynaklardaki azalma hem de sermaye artırımının etkisiyle söz konusu oran %30'a düşmüştür. Devralmayı takiben 2001 yılında kısa ve uzun vadeli borçlardaki önemli artış sonucunda oran tekrar yükselerek 4'e çıkmıştır.

Karlılık Oranları

1997 ve 1998 dönemi zararlı kapatılmıştır. Bu yıllardaki dönem zararı özsermayenin sırasıyla %32'si ve %1'i oranındadır. 1999 yılında özsermayenin %6'sı oranında kar elde edilmiştir. Devralma nedeniyle özsermayedeki artışa bağlı olarak 2001 yılı dönem karının özsermayeye oranı %1'e düşmüştür.

Brüt kar marjı holding olması nedeniyle yüksek olup 1997 yılında 1; 1998 yılında %66'dır. 1999 yılında %31'e inen brüt kar marjı devralma sonrasında, 2001 yılında %18 olmuştur.

Pay Başına Bilgiler

İncelenen dönemde, dönem zararı ve hisse sayısına oranla düşük tutardaki karlar nedeniyle hisse başına kar payı düşmemekte veya azalma göstermektedir.

4.1.20 Gözlük Sanayii A.Ş.+Yatırımlar Holding A.Ş.=Gözlük Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi, devralma sonrasında biraz düşmüş, ancak 2001 yılında önemli ölçüde artmıştır.

Likidite Oranları

Kullanılan yabancı kaynakların tutarının çok düşük olması nedeniyle likidite oranları çok yüksektir.

Faaliyet Oranları

1999 yılı net satışları 409,6 milyar TL'dir. Devralmanın gerçekleştiği 2000 yılında satış geliri yoktur. 2001 yılında 183,6 milyar TL tutarında net satış geliri elde edilmiştir.

1999 yılı net satışlarının aktif toplamına oranı 1,44 iken 2001 yılı satış gelirlerinin aktif toplamına oranı %36'ya düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçlar 1999 yılında özsermayenin %41'i kadardır. 2000 yılında kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı %12'ye düşmüş, 2001 yılında uzun vadeli borçlardaki artışa bağlı olarak %37'ye yükselmiştir.

1999 ve 2000 yıllarında toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklı iken 2001 yılında uzun vadeli kaynakların ağırlığı artmıştır.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı sırasıyla %58; %22 ve %4'tür.

Brüt kar marjı 1999 yılında %67'dir. 2000 yılı karı faaliyet dışı gelirlerden kaynaklanmakta olup 2001 yılı kar marjı %49'dur.

Pay Başına Bilgiler

Net dönem karı 1999 yılında 116,7 milyar TL'dir. Dönem karı 2000 ve 2001 yıllarında bir önceki yıla göre reel olarak önemli ölçüde azalmıştır. Faaliyet dışı gelirler ile kara geçilen 2000 yılında düşüş oranı %71; 2001 yılında ise %52'dir.

Pay başına net kardaki azalma 2000 yılında %88; 2001 yılında %57'dir.

4.1.21 Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.+Tofaş Oto Ticaret A.Ş.= Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin kısa vadeli finansal ve ticari borçlarındaki artış sonucunda 1998 yılında net işletme sermayesi açığı doğmuş, bu tutar 1999 yılında daha da büyümüştür. 2000 yılından itibaren net işletme sermayesi pozitif hale gelmiş, devralmayı izleyen 2001 yılında büyük ölçüde artmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran 1997 yılında 1,7 iken 1999 yılında 0,70'e kadar düşmüş, 2000 yılında 1,2'ye çıkmıştır. Devralma sonrasında 2001 yılında da 1'in üzerindedir.

Likidite oranı da paralel bir gelişme göstererek 1997 yılında 1,4'ten 1999 yılında 0,50'ye düşmüş; 2000 yılında 0,85'e çıkmıştır. 2001 yılında 0,87'dir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar yıllar itibariyle devamlı artmıştır. Satışların bir önceki yıla göre artış oranı 1998 yılında %49; izleyen yıllarda sırasıyla %33; %124; %124 ve %120'dir.

Net satışların aktif karşılama oranı her yıl 1'in üzerindedir.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı 1997 yılında 1'dir. Bu oran 1998 yılında 2,4'e çıkmış; 1999 ve 2000 yıllarında 1,75 olmuş; 2001 yılında yeniden yükselerek 2,65'e ulaşmıştır.

İncelenen dönem boyunca toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklıdır.

Karlılık Oranları

1998 ve 1999 yılları zararlı kapatılmıştır. 2000 yılında kar edilmiş, 2001 yılı yeniden zararlı sonuçlanmıştır.

Brüt kar marjı 1997 yılında %18 iken 1999 yılında %10'a düşmüş, sonraki yıllarda %15 olarak gerçekleşmiştir.

4.1.22 BSH Profilo Elektrik Gereçleri Sanayii A.Ş.+(BSH Grünberg Ev Aletleri Ticaret A.Ş.+BSH Ev Aletleri Ticaret A.Ş.+Profilo Dağıtım A.Ş.)=BSH Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi düzenli olarak artmıştır. 1997 yılında 7 trilyon TL olan net işletme sermayesi 2001 yılı sonunda 136 trilyon TL'na ulaşmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran ve likidite oranı yeterli düzeydedir ve yıllar itibariyle artış göstermiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar yıllar itibariyle artmıştır. 1998 yılı net satışları 1997 yılı net satışlarına göre %101 oranında artmıştır. İzleyen yıllar için artış oranları sırasıyla %52; %55 ve %33'tür.

Net satışların aktif toplamına oranı, aktif toplamının satışlardaki artıştan daha büyük oranda artması nedeniyle zaman içinde düşmüştür, ancak yine de 1'in üzerindedir.

Finansal Yapı Oranları

Yabancı kaynakların özsermayeye oranı 1997-2000 yıllarında 3,5-4 arasında seyretmiş, devralmayı takiben 2001 yılında 7,4'e yükselmiştir.

Yabancı kaynakların büyük bölümü kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır.

Karlılık Oranları

Net dönem karının özsermayeye oranı 1997-2000 yılları arasında ortalama %31 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında özsermayenin %14'ü oranında zarar edilmiştir.

Brüt kar marjı 1997-2000 yıllarında ortalama %30 düzeyinde seyretmiş, devralma sonrasında, 2001 yılında %34'e yükselmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Net dönem karı 2001 yılına kadar artış göstermiş olup artış oranları 1998 yılında %108; sonraki yıllarda sırasıyla %50; ve %64 olmuştur. 2001 yılı, finansman giderlerindeki artış nedeniyle dönem zararı ile kapatılmıştır.

1998 ve 1999 yıllarında pay başına net kar bir önceki döneme oranla sırasıyla %108 ve %50 oranında artış göstermiştir. 2000 yılında da kar elde edilmesine rağmen sermayenin önemli ölçüde artırılması nedeniyle pay başına düşen kar %69 oranında azalmıştır.

4.1.23 Koç Holding A.Ş.+(Bursa Oto A.Ş.+Ege Oto A.Ş.+Egemak A.Ş.+Günoto A.Ş.+İstanbul Oto A.Ş.+Kuzey Motorları A.Ş.+Samoto A.Ş.+Standart Motor A.Ş.+Ormak A.Ş.+Otoan A.Ş.+Otokoç A.Ş.+Toroto A.Ş.+Tormak A.Ş.+Suroto A.Ş.+Ottar A.Ş.+Otomotor A.Ş.+Marmara Oto A.Ş.)=Koç Holding A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Holdingin net işletme sermayesi incelenen dönem boyunca 2001 yılına dek her yıl artmış, ancak devralmanın gerçekleştiği 2000 yılını takip eden 2001 yılında döner değerlerdeki azalış ve kısa vadeli borçlar, özellikle de finansal borçların artması sonucunda 41,3 trilyon TL'ndan 18 trilyon TL'sına düşmüştür.

Likidite Oranları

Cari, likidite ve nakit oranları çok yüksektir. Döner değerlerin düşüşü, kısa vadeli finansal borçların artış gösterdiği 2001 yılında görece düşme göstermesine rağmen yine de yeterli düzeydedir.

Faaliyet Oranları

İştiraklerin kar paylarından oluşan diğer faaliyet gelir ve karları, 2000 yılında biraz düşmekle birlikte genelde yıllar itibariyle artan bir seyir izlemiştir.

Finansal Yapı Oranları

Özsermayenin ortalama %6'sı oranında yabancı kaynak kullanılmaktadır. Bu oran 2001 yılında kullanılan kısa ve uzun vadeli finansal borçlar nedeniyle %15'e çıkmıştır. Yabancı kaynakların tamamına yakını kısa vadeli. Ancak 2001 yılında kısa vadeli borçların 1,5 katı tutarında uzun vadeli yabancı kaynak kullanılmıştır.

Karlılık Oranları

1997 ve 1998 yıllarında özsermayenin %30'u oranında net dönem karı elde edilmiştir. Bu oran 1999 ve 2000 yıllarında sermaye artırımları nedeniyle sırasıyla %26 ve %19'a düşmüştür. 2001 yılında ise devralmalar sonucunda %11 olarak gerçekleşmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Net dönem karı 1998 yılında bir önceki yıla göre %91 oranında, 1999 yılında ise %56 oranında artmıştır. 2000 yılındaki artış oranı sadece %3; 2001 yılı artış oranı ise %12'dir.

Pay başına düşen net kar, 1998 yılında önceki yıla göre %91 oranında artmış, büyük miktarda sermaye artırımına gidilen ve devralmanın gerçekleştiği son 3 yılda sırasıyla %22; %49 ve %29 oranında azalmıştır.

4.1.24 Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Olmuksa Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yıllar itibariyle düzenli olarak artmıştır. Bu eğilim, devralma işlemini takip eden 2001 yılında da devam etmiştir.

Likidite Oranları

Cari oran ve likidite oranı biraz düşük iken zaman içinde artma eğilimi göstermiş, 2000 yılında olması gereken düzeyin üzerine çıkmış, devralmayı takiben de (2001 yılında) artmaya devam etmiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1999 yılında 1998 yılı satışlarının %80'i oranında artmıştır. 2000 yılındaki artış oranı %89; 2001 yılı satışlarının artış oranı ise %45'tir.

Net satışların aktif toplamına oranı 1998-2000 yıllarında en düşük 1,42; en yüksek de 1,87 olmuştur. Devralma nedeniyle aktif toplamının önemli ölçüde arttığı 2001 yılında ise 1'e düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

1998 yılında özsermayenin %84'ü oranında yabancı kaynak kullanılmıştır. 1999 yılında toplam borçların özsermayeye oranı 1'e çıkmış; 2000 yılında %47'ye inmiştir. Devralma sonrasında özsermayedeki artışın yabancı kaynaklardaki artıştan daha fazla olması nedeniyle söz konusu oran %34'e inmiştir.

Karlılık Oranları

1998 yılı zararlı kapanmıştır. 1999 yılında kara geçen şirketin dönem karı 2000 yılında önceki yıla göre %385 oranında, 2001 yılında ise %78 oranında artmıştır.

Net dönem karının özsermayeye oranı 1999 yılında %6; izleyen yıllarda sırasıyla %15 ve %9'dur.

Brüt kar marjı yıllar itibariyle ortalama %27'dir.

Pay Başına Bilgiler

Zarar edilen 1998 yılını takip eden ve karla kapanan 1999 yılında pay başına net kar %153 oranında artış göstermiştir. Pay başına net kardaki artış oranı yüksek tutarda sermaye artırımına gidilen 2000 yılında %51; devralma nedeniyle sermayenin arttığı 2001 yılında %34 olmuştur.

4.1.25 Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Bayraklı Boya ve Vernik Sanayii A.Ş.=Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1998-2000 yıllarında dalgalanma göstermiş, devralmanın gerçekleştiği 2001 yılında, 2000 yılına göre %574 oranında artmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran biraz düşük olup 1998-2000 yıllarında 1 civarındadır, ancak 2001 yılında artarak 1,5'e çıkmıştır.

Likidite oranı da benzer şekilde ilk 3 yıl düşük iken 2001 yılında 1'in üzerine çıkmıştır.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1999 yılında önceki yıla göre %80 oranında, 2000 yılında ise %60 oranında artmış, devralma yılında ise %12 oranında azalmıştır.

Net satışların aktif toplamına oranı 1998 yılında 1,53; 1999 yılında 1,42; 2000 yılında 1; 2001 yılında ise 1,14'tür. 1998-2000 yıllarında net satışlar toplam aktiflerdeki artıştan daha az oranda arttığından, oranlarda azalma eğilimi gözlenmektedir. 2001 yılında satışlar reel olarak azalmasına rağmen, dönem zararı nedeniyle aktif toplamı da 2000 yılına göre azaldığından net satışların aktif toplamına oranı az da olsa artmıştır.

Finansal Yapı Oranları

1998 yılında kullanılan yabancı kaynaklar özsermayenin 1,4 katıdır. 1999 yılında bu oran 2,6'ya; 2000 yılında 5'e çıkmıştır. 2001 yılında kullanılan yabancı kaynakların tutarı azaldığı halde, dönem zararı nedeniyle özkaynak tutarı da büyük ölçüde azaldığından, borçların özsermayeye oranı 15'e çıkmıştır. İlk 3 yıl toplam borçlar içinde kısa vadeli yabancı kaynaklar ağırlıklıdır. 2001 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklar uzun vadeli yabancı kaynaklardan daha fazla olmakla birlikte aradaki fark azalmıştır.

Karlılık Oranları

Net dönem karı 1998 yılından 2000 yılına dek azalmış, 2001 yılında ise dönem zararı oluşmuştur. 1998 yılı dönem karı özsermayenin %21'ini oluşturmaktadır. Bu oran izleyen yıllarda sırasıyla %4 ve %2'dir. 2001 yılında özsermayenin 4 katı tutarında zarar edilmiştir.

Brüt kar marjı 1998 yılında %51 iken azalarak 2000 yılında %40'a inmiştir. 2001 yılında %42 olarak gerçekleşmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar, dönem karındaki azalmaya paralel olarak azalmıştır.

4.1.26 Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.+Agregasa Agresa Sanayii ve Ticaret A.Ş.=Akçansa Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1998 yılında 27 trilyon TL'ndan 2000 yılında 23 trilyon TL'na inmiş, ancak 2001 yılında 38 trilyon TL'na ulaşmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran dalgalanmakla birlikte yüksektir. Likidite oranı 1998 yılında 2 iken zaman içinde azalarak 2001 yılında 1'e inmiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışların 1999-2001 yıllarında gösterdiği büyüme oranları sırasıyla %32; %33 ve %41'dir.

Net satışlar 1998 yılında aktif toplamının %86'sını, 1999 yılında %85'ini karşılamaktadır. Sonraki yıllarda bu oran artarak 2000 yılında %93'e; 2001 yılında %98'e ulaşmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynaklar toplamı 1999 yılı hariç, ortalama %35 düzeyindedir. 1999 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklardaki görece artışa bağlı olarak söz konusu oran %40 olmuştur.

Yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olanlar ağırlıktadır.

Karlılık Oranları

Net dönem karı 1999 yılında önceki yıla göre %16 oranında artmış, ancak 2000 yılında satılan mal maliyetinin artması ve faaliyet dışı gelirlerdeki görece azalma sonucunda %77 oranında düşmüştür. 2001 yılında satışlarda önceki yıllarda meydana gelen artıştan daha büyük oranda bir artış sağlanması ve satılan mal maliyetinin yeniden eski düzeylerine inmesiyle dönem karında %146 oranında artış olmuştur.

Net dönem karının özsermayeye oranı 1998 ve 1999 yıllarında %15 civarında iken 2000 yılında %3; 2001 yılında %5 olarak gerçekleşmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 1999 yılında önceki yıla göre %42 oranında; 2000 yılında ise %77 oranında azalmış, 2001 yılında %146 oranında artmıştır.

4.1.27 Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.+Enka Holding Yatırım A.Ş.=Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi 2000 yılında 1999 yılına göre %90 artmış, 2001 yılında ise 2000 yılının 10 katına ulaşmıştır.

Likidite Oranları

Likidite oranlarında zaman içinde düşme eğilimi gözlenmekle birlikte oranlar çok yüksektir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 2000 yılında önceki yıla göre %57 oranında azalmış; 2001 yılında ise büyük bir artış göstererek 2000 yılı gelirlerinin 3800 katına ulaşmıştır.

Net satışların aktif toplamına oranı 1999 yılında %71; izleyen yıllarda sırasıyla %17 ve %37'dir.

Finansal Yapı Oranları

Toplam borçların özsermayeye oranı 1999 yılında 1,24'tür. 2000 yılında biraz artarak 1,7'ye çıkan oran, 2001 yılında büyük tutarda sermaye artırımının da etkisiyle tekrar 1,2'ye inmiştir.

Yabancı kaynakların çoğunluğu uzun vadelidir.

Karlılık Oranları

1999 yılı net dönem karı 10,8 trilyon TL'sidir. 2000 yılında %14 oranında, 2001 yılında ise %569 oranında artış göstermiştir.

Net dönem karının özsermayeye oranı 1999 yılında %44; 2000 yılında %32; özsermayenin büyük oranda artış gösterdiği 2001 yılında %10 olmuştur.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar 2000 yılında önceki yıla göre %11 oranında azalmış, 2001 yılında %169 oranında artmıştır.

4.1.28 Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayii A.Ş.+Bomsaş Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş.= Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayii A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi yıllar itibariyle artış göstermiştir.

Likidite Oranları

1998-2001 yıllarını kapsayan dönemde cari oran ve likidite oranları çok yüksek olduğu gibi yıllar itibariyle de artış göstermiştir.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 1999 yılında önceki yıla oranla %67 artmıştır. 2000 yılındaki artış oranı %73; 2001 yılı artış oranı ise %41 olmuştur.

Net satışların aktif toplamına oranı 1998 yılında 1,18 iken izleyen yıllarda artarak 2000 yılında 1,5'e ulaşmış; 2001 yılında satışlardaki artışın görece yavaşlamasına bağlı olarak 1,4'e düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı 1998 yılında %23'tür. Bu oran 1999 yılında özellikle kısa vadeli ticari borçlardaki artışa bağlı olarak %37'ye yükselmiştir. 2000 yılında %29'a inen yabancı kaynakların özsermayeye oranı 2001 yılında yeniden artarak %40'a ulaşmıştır. Bu yıldaki artışta, uzun vadeli finansal borçların da etkisi olmuştur.

İlk 3 yılda kısa vadeli yabancı kaynaklar toplam yabancı kaynaklar içinde önemli bir ağırlığa sahipken, 2001 yılında bu durum tersine dönmüş ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklar içindeki payı az da olsa kısa vadeli yabancı kaynakların payını geçmiştir.

Karlılık Oranları

Net dönem karı 1999 yılında 1998 yılı dönem karının %91'i oranında artmıştır. 2000 yılı net dönem karı satışlardaki sıçramaya bağlı olarak %182 oranında artarken, 2001 yılı net karı satışlardaki artış hızının azalması ve olağanüstü giderlerdeki artış nedeniyle %71 oranında artmıştır.

Net dönem karının özsermayeye oranı istikrarlı bir şekilde artarak 1998 yılında %7'den 2001 yılında %21'e çıkmıştır.

Brüt kar marjı 1998 yılında %23'ten 2001 yılında %28'e yükselmiştir.

Pay Başına Bilgiler

Pay başına net kar, 1999 yılında sermaye artırımını nedeniyle %23 oranında azalmış, 2000 ve 2001 yıllarında ise sırasıyla %88 ve %71 oranında artmıştır.

4.1.29 Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.+ATİ Dış Ticaret Turizm Yatırım ve Pazarlama A.Ş.=Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi 1999 yılında negatif olup izleyen yıllarda da işletme sermayesi açığı giderek büyümüştür.

Likidite Oranları

Net işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak likidite oranları da düşüktür.

Faaliyet Oranları

Net satışlar 2000 yılında bir önceki yıla göre %147 oranında; 2001 yılında ise ancak %21 oranında artış göstermiştir.

Net satışların aktif toplamına oranı düşme eğilimi göstermektedir. 1999 yılında 3,23 olan söz konusu oran 2000 yılında 2,33'e; 2001 yılında ise 1,78'e düşmüştür.

Finansal Yapı Oranları

Yabancı kaynak kullanma oranı çok yüksektir. 1999 yılında kullanılan yabancı kaynakların toplamı özsermayenin 13 katıdır. Özsermayenin 1999 yılı ve dönem zararı nedeniyle negatif hale geldiği 2000 yılında özsermayenin 431 katı tutarında yabancı kaynak kullanılmıştır. Dönem ve geçmiş yıl zararlarının daha da arttığı 2001 yılında söz konusu oran 6,21'dir.

Yabancı kaynaklar büyük ölçüde, kısa vadeli finansal ve ticari borçlar ile uzun vadeli finansal borçlardan oluşmaktadır. Toplam yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli olanlar ağırlıktadır.

Karlılık Oranları

İncelenen dönem boyunca zarar edilmiş olup dönem zararı tutarları yıldan yıla önemli ölçüde büyümüştür. Faaliyet dönemlerinin zararlar kapanmasının nedeni faaliyet giderlerinin ve 2001 yılında özellikle finansman giderlerinin büyük oranda artmış olmasıdır.

Brüt kar marjı 1999 ve 2000 yıllarında %19 iken 2001 yılında %17'ye düşmüştür.

4.1.30 Rant Finansal Kiralama A.Ş.+Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.=Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.

Net İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi açığı vardır. 1999 yılı dışındaki yıllarda net işletme sermayesi negatiftir.

Likidite Oranları

Likidite oranları yetersiz olup 1999 yılından sonra daha da düşmüştür.

Faaliyet Oranları

2000 yılı geliri 1999 yılı gelirine göre %75 oranında artış gösterirken 2001 yılı gelirinin artış oranı %53 olmuştur.

Gelirlerin aktifi karşılama oranında artış eğilimi gözlenmektedir. 1999 yılı geliri aktiflerin %60'ını karşılarken 2000 yılı geliri aktifin %68'ini karşılamaktadır. 2001 yılında söz konusu oran 1,3'e çıkmıştır.

Finansal Yapı Oranları

Kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı yüksektir. 1999 yılında özkaynakların 9,8 katı tutarında yabancı kaynak kullanılmışken 2000 yılında bu oran 6'ya düşmüş, ancak 2001 yılında 15,5'e çıkmıştır.

1999 yılında kullanılan yabancı kaynakların vade dağılımı dengeli iken 2000 yılında kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığı artmış, 2001 yılında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında hemen hemen denge sağlanmıştır.

Karlılık Oranları

1999 yılında özsermayenin %80'i oranında; 2000 yılında %59'u oranında dönem karı elde edilmiştir. 2001 yılı, özsermayenin 1,3'ü tutarında zararla kapanmıştır.

Pay Başına Bilgiler

Net karın önceki yıla göre %69 oranında artış gösterdiği 2000 yılında pay başına net kar, sermayenin büyük ölçüde artırılması nedeniyle %61 oranında azalmıştır.

4.2 BELLİ BAŞLI FİNANSAL ORANLARDAKİ DEĞİŞİMLER

Yukarıda finansal analizi yapılan şirketlerden devralma işlemleri sonrasında faaliyetine devam edenlerin incelenen dönemlere ilişkin belli başlı finansal oranları "Analiz" tablosunda (Ek: 3) bir araya getirilmiştir.

Şirketlerin devralma öncesi ve sonrasındaki finansal oranlarının ilgili sektör ortalamaları ile karşılaştırılması ve devralma sonrasında söz konusu oranlarda meydana gelen değişimlerin buna göre tespit edilmesi durumunda ortaya çıkacak sonuçların daha anlamlı olacağı açıktır. Ancak sektörel bazda böyle bir veri setinin olmaması nedeniyle, şirketlerin devralma öncesi finansal oranları devralma sonrası finansal oranları ile karşılaştırılmış ve meydana gelen olumlu/olumsuz değişimler tespit edilmiştir.

Tablo hazırlanırken, devralma öncesi ve sonrasındaki değişimlerin olumlu veya olumsuz olarak değerlendirilmesinde dikkate alınan hususlar şunlardır:

- Devralma öncesi ve sonrası oranların dalgalandığı durumlarda, ortalaması karşılaştırılarak olumlu/olumsuz değişim olup olmadığına karar verilmiştir. Ortalamalar çok yakın olduğunda ise artma ya da azalma eğilimine bakılmıştır.

- Devralma sonrası oranlar öncesine göre düşmüş olsa bile hala yeterli düzeyde olduğunda değişim olumlu olarak değerlendirilmiştir.
- Oranların ortalamasının devralma sonrası dönemde devralma öncesi döneme göre düşük olduğu durumlarda, devralma sonrası dönemde zaman içinde olumlu gelişme eğilimi olduğunda, devralma öncesi dönemin en düşük oranından daha düşük değilse, değişim olumlu olarak değerlendirilmiştir. Benzer şekilde, devralma sonrası dönemin ortalaması devralma öncesi dönemden yüksek olduğunda, zaman içinde olumsuz eğilim varsa, değişim olumsuz olarak değerlendirilmiştir.
- Devralmadan 3 yıl sonraki çok büyük ölçüde artış ve azalışlar doğrudan devralma ile bağlantılı olarak değerlendirilmemiştir.
- Devralma işleminden sonra en az 2 bilanço dönemi geçmiş olan (veya mali tabloları elde edilebilen) şirketlerin devir işlemi öncesi ve sonrası dönemleri karşılaştırılmıştır. Devir işlemi sonrası tek dönemi olan şirketler için “değişim” bölümü işaretlenmemiştir. Devir sonrası tek dönemi olan veya hiç olmayan şirketlerle ilgili sonuçlar, ancak yeterli veri oluştuktan sonra yapılacak benzer bir çalışma veya bu çalışmanın güncellenmesi ile elde edilebilecektir.

İncelenen dönem içinde gerçekleşen 33 devralma işlemi sonrasında faaliyetini sürdüren toplam 27 şirketten 18'inin devralma sonrasına ilişkin en az 2 yıllık verileri mevcuttur. Dolayısıyla tablonun analizinden çıkan ve aşağıda yer verilen sonuçlar, bu 18 şirket için geçerlidir:

1. Şirketlerden 12 tanesinin net işletme sermayesi devralma sonrası dönemde olumlu değişmiştir. Bunlardan 10'unun net işletme sermayesi devralma öncesinde pozitif olup devralma sonrasında da pozitif olarak devam etmiş; 2'sinin ise devralma öncesinde negatif olan net işletme sermayesi devralma sonrasında pozitif hale gelmiştir. 6 şirketin net işletme sermayesi ise olumsuz değişim göstermiştir. Bunlardan 5'inin devralma öncesinde pozitif olan net işletme sermayesi devralma sonrasında negatif hale gelmiş; 1 şirketin net işletme sermayesi ise devralma öncesinde olduğu gibi sonrasında da negatif olarak devam etmiştir.
2. Şirketlerden 8'inin cari oranı ve likidite oranı devralma sonrasında olumlu değişim göstermiş yani artmıştır. Buna karşılık 9 şirketin söz konusu oranları olumsuz değişim göstermiş, 1 şirketin de cari oranı artarken likidite oranı düşmüştür.
3. Net satışların aktif toplamına oranı 7 şirkette olumlu değişim gösterirken, 11 şirkette olumsuz değişim göstermiştir.
4. 10 şirketin kullandığı yabancı kaynakların özsermayeye oranı devralma sonrasında olumlu yönde değişmiş, yani borçların özsermayeye oranı düşmüştür; 8 şirketin ise artmıştır.
5. Şirketlerden yalnızca 3'ünde dönem karının özsermayeye oranı devralma sonrasında artarken, 15'inde söz konusu oran azalmıştır.

6. Brüt kar marjı sadece 3 şirkette devralma sonrasında olumlu yönde değişmiş; 14 şirkette ise olumsuz yönde değişmiştir (1 şirket holding olduğundan brüt kar marjı hesaplanmamıştır).
7. Şirketlerden 2 tanesinde, dikkate alınan oranların tamamı devralma sonrasında olumsuz değişim göstermiştir. Oranlarının tamamı devralma sonrasında olumlu değişim gösteren şirket yoktur. Oranlarının çoğunluğunda olumlu değişim gözlenen 6 şirketin en az 1, en çok 3 oranında olumsuz yönde değişiklik olmuştur. 2 şirkette ise oranların yarısında olumlu gelişme, diğer yarısında ise olumsuz gelişme tespit edilmiştir.

Mali oranların devralma öncesi ve sonrasında gösterdiği değişimler şirket sayısı itibariyle aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 4. Mali Oranlardaki Değişimler

Mali Oranlar	Şirket Sayısı	
	Olumlu Değişim	Olumsuz Değişim
Net İşletme Sermayesi	12	6
Cari Oran	9	9
Likidite Oranı	8	10
Net Satışlar/Aktif Toplamı	7	11
Toplam Borçlar/Özsermaye	10	8
Dönem Karı/Özsermaye	3	15
Brüt Kar Marjı	3	14

Tablo incelendiğinde ortaya çıkan en çarpıcı sonuç: devralma işlemleri sonrasında şirketlerin %66'sının net işletme sermayesinde olumlu yönde değişim olmasına karşılık, %83'ünün dönem karı/özsermayeye oranında ve brüt kar marjında olumsuz yönde değişim olmasıdır.

Zaman içinde devralma işlemleri ile ilgili verilerin çoğalmasına bağlı olarak bu sonucun değişebileceğini gözönünde bulundurmak kaydıyla, devralma işlemlerinin, faaliyetini sürdüren şirketlerin karlılık oranları üzerinde olumsuz etkisi olduğunu söylemek mümkündür.

5 DİĞER ÜLKELERDE ŞİRKETLERİN BİRLEŞME/DEVVALMA SONRASI PERFORMANSLARI

Amerika ve Avrupa ülkelerinde, elde edilebilen verilerin çeşitliliğine bağlı olarak birleşmelerin performansları değişik açılardan incelenebilmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde, şirketlerin birleşme ve devralma sonrasındaki performanslarını ölçen bir çalışma⁴, devralan ve hedef şirketlerin birleşme sonrasındaki nakit akım performansını incelemekte ve nakit akım performansındaki birleşme kaynaklı değişikliklerin nedenini araştırmaktadır.

Çalışmada Amerika'da 1979-1983 yılları arasında kamu sektöründe gerçekleşen 50 büyük birleşme ele alınmıştır. Büyük birleşmelerin çeşitli önemli avantajları vardır. Birincisi, eğer birleşmeden ekonomik bir kazanç sağlanmışsa bu, hedef şirketin büyük olması halinde daha kolay tespit edilebilmektedir. İkincisi, örnekler ele alınan dönemdeki toplam birleşmelerin sayıca küçük bir bölümünü oluştururken, seçilen 50 şirketin \$ cinsinden toplam değeri birleşme faaliyetlerinin \$ cinsinden değerinin önemli bir bölümünü temsil etmektedir. Son olarak, örnek grubu içindeki devralan şirketlerin, olayın hemen öncesinde ve sonrasında eşit büyüklükte devralma işlemleri yapma ihtimalleri düşüktür ki bu da olayın karmaşık hale gelme ihtimalini azaltmaktadır.

Faaliyet performansındaki gelişmeleri ölçebilmek için vergi öncesi nakit akımları (pre-tax operating cash flows) kullanılmıştır. Vergi öncesi nakit akımı, satışlardan satılan malın maliyeti ile pazarlama ve genel yönetim giderleri düşüldükten sonra kalan tutara amortisman ve şerefiye giderlerinin eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar göstermiştir ki: birleşen şirketlerin birleşme sonrası nakit akımı (operating cash flows) performansları sektörlerine oranla artmaktadır. Bu artışlar birleşme sonrasında aktif verimliliğinde meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır.

Örnek alınan şirketler, sektörlerine oranla sermaye harcamaları ve R&D harcamaları düzeylerini koruduklarından, birleşme sonrası nakit akımındaki gelişmenin, birleşen şirketlerin uzun vadeli planlarına mal olup olmadığı, yani birleşen şirketlerin uzun vadeli yatırımlardan vazgeçerek kısa vadeli performansa odaklanıp odaklanmadıkları konusunda bir kanıt bulunamamıştır.

⁴ Does Corporate Performance Improve After Mergers?, NBER Working Paper #3348 May 1990, Paul M. Healy MIT Sloan School of Management Cambridge, MA 02139, Krishna G. Palepu Harvard Business School Cambridge, MA 02138, Richard S. Rubak Harvard Business School Cambridge, MA 02138.

Birleşme sonrasında nakit akışındaki artışla, birleşmenin açıklanmasını takiben oluşan anormal hisse senedi getirileri arasında güçlü bir pozitif ilişki vardır. Bu ise birleşen şirketlerin özsermayesinin (equity) yeniden değerlendirilmesinin altında, ekonomik gelişme beklentilerinin yattığını göstermektedir.

Birleşen şirketlerin potansiyel olarak yatırım politikalarını değiştirebildikleri bir başka alan aktif satışlarıdır. Birleşen şirketler sektördeki diğer şirketlere oranla birleşme öncesi ve sonrasında, belirgin şekilde daha yüksek aktif satış oranına sahiptir. Ancak sektöre göre düzeltilmiş aktif satışlarında birleşme öncesi ve sonrasında belirgin bir fark yoktur.

Birleşmeler sonrasında nakit akımlarının arttığı yönündeki bulgu, birleşmelerle ilgili tartışmayı "birleşme sonrasında nakit akımında değişiklik olur mu" dan, "bu nakit akımlarındaki gelişmeler neden kaynaklanıyor" a taşımaktadır. Örnek şirketlerin nakit akımlarındaki gelişme temelde aktif verimliliğindeki artışın sonucudur.

Birleşme sonrası kazançlar vergi avantajlarına bağlanamaz, çünkü gelirler vergi öncesidir. Artan monopol rantlarına bağlanamaz, çünkü birleşme sonrası satış marjında artış yoktur. Gelirlerin personel giderlerinden sağlandığı yönünde bazı kanıtlar varsa da, azalan personel maliyeti örnek firmaların karlılığını belirgin derecede artırmamıştır. Sonuç olarak, birleşme sonrasında sermaye harcamalarında ve R&D giderlerinde azalma yoktur veya aktif satışlarında artma yoktur. Bu da birleşen şirketlerin uzun vadeli yatırımlarını azaltmadıklarına işaret etmektedir.

Bu bulgular 2 ilginç soruya neden olmaktadır. 1. Nakit akımlarındaki ve aktif verimliliğindeki artışlar birleşmeden mi kaynaklanmaktadır, yoksa birleşme olmasa da meydana gelecek midir? 2. Birleşme sonrasında nakit akımında meydana gelen değişikliklerin sektörler arasındaki farklılığı hangi ekonomik faktörlerle açıklanabilir? Ortalama olarak nakit akımlarında gelişme olmakla birlikte, örnek şirketlerin $\frac{1}{4}$ 'ünde birleşme sonrasında negatif nakit akımı değişiklikleri olmuştur.

Önemli yönetsel ve kamu politikası imaları bulunan bu sorular ancak birleşmelerin nasıl nakit akımları yarattığını açıklayabilecek yapısal modeller geliştirilerek açıklanabilir. Bu yöndeki popüler bir yapısal model, ölçek ekonomileri, sinerji ve ürün piyasa gücünü inceleyen modeldir. Bu, ilişkili mallar üreten şirketlerin ilişkili olmayan mallar üreten şirketlere göre daha büyük nakit akımı sağlayacaklarını ima eder.

Bir başka çalışmada⁵ Amerika ve İngiltere’de belli bir dönemde gerçekleşen birleşmeler ile ilgili olarak yapılmış çeşitli araştırma sonuçları ele alınmaktadır. Bu çalışmada ortaya konan ampirik sonuçlar şöyle özetlenebilir:

Birleşmelerin Dönemselliği

Amerika ve İngiltere’deki birleşmelerin zaman serisi davranışları çok benzerlik göstermektedir: birleşmeler dönemsel olarak gerçekleşmektedir. Birleşmelerin dalgalar halinde gerçekleştiğini kanıtlayan çalışmalar tersini gösteren çalışmalardan daha çoktur.

Birleşmelerin Karlılık Üzerine Etkisi

Birleşmelerin tarafların karlılığı üzerindeki etkisi, birleşme öncesi ve sonrası karlılığın karşılaştırılması yoluyla ölçülür. Karlılık genellikle karın satışlara oranı veya toplam net aktifin getiri oranı olarak hesaplanır. Bu hesaplamalar taraflı olabilir. Eğilimin yönü satışların muhasebeleştirilmesine göre değişir. Net aktif getirisi ise devralınan şirketin varlıklarının ne zaman muhasebeleştirildiğine göre değişir. Karın satışa oranı ve büyüme hızı oranlarının da aynı sektördeki birleşmeyen şirketlerin ortalamasına göre düzeltilmesi gerekir.

Çalışmada bahsedilen ve Hughes tarafından 1993 yılında İngiltere’de yapılan bir çalışmada 1966 yılına kadar devralınan şirketlerin, devralan şirketten ve diğer şirketlerden daha küçük olduğu; daha az büyüdüğü; daha az karlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ravenscraft&Scherer tarafından 1987 yılında yapılan bir çalışmaya göre Amerika’da devralınan şirketler sektör ortalamasından daha az karlıdır. Aynı kişiler 1989 yılında yaptıkları çalışmada, bir önceki bulgularını destekleyen bir sonuca ulaşamamışlardır.

1993 yılında Matsusaka’nın çalışmasında da benzer şekilde, grup şirketlerinin (conglomerate mergers) birleşmesinde devralınan şirketlerin sektör ortalamasından daha karlı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Kuehn (1975); Meeks (1977); Cosh, Hughes and Singh (1980); Levine and Aaronovitch (1981) tarafından İngiltere’deki birleşmeler üzerinde yapılan çalışmaların sonucuna göre, genelde devralan şirketler sektördeki şirketler kadar veya onlardan daha karlıdır.

5 **Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Survey**, Meloria Meschi, Paper Number 5-97, Research Papers in International Business, ISSN Number 1366-6290.

Cosh, Hughes, Lee and Singh tarafından 1989 yılında İngiltere için yapılan çalışmada, yatay birleşmeler değil grup şirketlerinin birleşmesinde devralan şirketlerin, ortalamanın üstünde performansa sahip olduğu ortaya çıkmıştır.

Hay and Liu'nun 1996 yılında İngiltere ile ilgili olarak yaptıkları çalışmaya göre devralan şirket olma ihtimali belirgin biçimde, karlı olmakla ilişkilidir.

İngiltere'ye ait veriler ile yapılan 6 çalışma, birleşme sonrası karların düştüğünü göstermektedir. Bununla birlikte, devralan şirkette finansal kuruluşların büyük payları olması halinde birleşme sonrası performans, payların çok sayıda ortak arasında dağılmış olduğu duruma göre daha iyidir.

Amerika ile ilgili veriler üzerinde çalışan Ravenscraft and Scherer (1987-1989), birleşme sonrası karlılığın arttığını gösteren bir kanıt bulamamıştır.

Healy, Palepu and Ruback (1992), 1979-1984 yılları arasında gerçekleşen 50 büyük birleşmeyi esas alan çalışmalarında tersi sonuca ulaşmıştır: bu şirketlerin karlılığı sektörlerine göre daha yüksektir.

Bahsedilen çalışmaların sonuçlarından anlaşılacağı üzere, karlılık konusundaki sonuçlar çelişmektedir.

Birleşmelerin Borsa/Hisse Senedi Performansı

Birleşmelerin performansı, devralan ve devralınan şirketlerin ortaklarının sağladığı anormal getirilerin piyasa verileri kullanılarak değerlendirilmesi yoluyla analiz edilebilir. Analizde hisse senedi piyasasının etkin olduğu, dolayısıyla aktif fiyatlarının şirketin gerçek değerini yansıttığı varsayılmaktadır. Birleşmelerin performansı, birleşme sonrası hisse senedi fiyatları ile birleşme olmaması hali için tahmin edilen fiyatların karşılaştırılması ve birleşme nedeniyle sağlanan anormal getirilerin bulunması yoluyla değerlendirilmektedir.

Jensen and Ruback (1983); Jarrell, Brickley and Netter (1998); Hughes (1993) tarafından yapılan çalışmalara göre, Amerika ve İngiltere'de yalnızca devralınan şirketin ortakları birleşmeden kazançlı çıkmakta, devralan şirketin ortakları ya daha kötü duruma düşmekte ya da en iyi ihtimalle aynı durumda kalmaktadır. Uzun vadede birleşmeler ya sadece karlı, ya da sadece karsız olmaktadır (Jensen and Ruback, 1983).

Devralan Şirketler Açısından

Barnes tarafından 1978 ve 1984 yıllarında yapılan, İngiltere'de 1974-1976 yılları arasında gerçekleşen 39 birleşmeyi inceleyen çalışmada, birleşmenin hemen sonrasındaki dönemde hafif bir pozitif anormal getiri fakat sonrasında negatif getiri elde edildiği sonucuna ulaşılmıştır. İngiltere ile ilgili olarak yapılan tüm çalışmalarda kısa bir dönem için pozitif getiri, sonrasında anormal negatif getiri tespit edilmiştir.

Amerika ile ilgili çalışmaların sonuçları da paraleldir. Jensen and Ruback (1988)'in 1970'leri; Jarrell, Brickley and Netter (1988)'in 1980'leri esas alan çalışmalarına göre, devralan şirketlerin ortakları için anons tarihi civarında küçük kazançlar söz konusudur, ancak birleşme sonrası kazançlar çoğunlukla 0 veya negatiftir.

Matsusaka 1992 yılında yaptığı çalışmada 1968, 1971 ve 1974 yıllarında Amerika'daki birleşmeleri incelemiş ve şu sonuca ulaşmıştır: çeşitlendirilmiş (diversifying) birleşmelerde devralan şirketin ortakları için prim söz konusudur, devralınan şirketin yönetimi korunduğunda bu durum daha belirgindir. Yazar bu sonucu, piyasanın yönetim sinerjisi sağlamayı amaçlayan birleşmeleri onayladığı, disiplin amaçlı ele geçirmeleri ise cezalandırdığı şeklinde yorumlamaktadır.

Devralınan Şirketin Ortakları Açısından

Birleşmenin olacağı açıklandığında büyük kazançlar söz konusudur. İngiltere'de kazançlar genellikle %22-30 arasındadır (Franks, Broyles&Hecht, 1977; Firth, 1979 ve 1980; Franks and Harris 1986; Meadowcroft and Thompson, 1986; Franks, Harris and Mayer, 1988).

Jensen and Ruback (1983) tarafından gözden geçirilen 13 çalışmada Amerika'da, devralınan şirket ortaklarının primi 1970'ler için %16 ile %30 arasında hesaplanmıştır.

Jarrell and Poulsen (1987a) 1962-1985 yılları arasında gerçekleşen 633 birleşmenin incelenmesi sonucunda: 1960'larda %19; 1970'lerde %35; 1980-1985 arasında ise %30 ortalama prim hesaplamışlardır.

Amerika'da 1992-1997 yılları arasında gerçekleşmiş olan şirket birleşmelerini analiz eden bir başka çalışmada da⁶ finansal literatürle uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. Araştırma bulguları birleşmiş firmaların birleşme sürecinden sonraki dönemde nakit akımlarının içlerinde buldukları endüstri koluna nazaran anlamlı düzeyde arttığını ve bu artışın toplam aktif

6 Doç. Dr. Alövsat Müslümov, The Financial Analysis of Mergers, SPK Yayınları No:141, Haziran 2003, s. vii.

verimliliğindeki artıştan kaynaklandığını, kısa dönem için uzun dönem karlılığından vazgeçmediğini göstermektedir.

Söz konusu çalışmada ulaşılan diğer sonuçlar şöyledir:

Finansal piyasaların şirket birleşmeleri haberine karşı tepkilerinin analizi, satın alınan firma hisse sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif anormal getiri elde ettiklerini, satın alan firma hisse sahiplerinin kısa dönem anormal getirisinin ise istatistiksel açıdan anlamsız ve pozitif olduğunu göstermektedir. Toplam anormal getiri ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Bu sonuç, satın alınan firma hisse sahiplerinin şirket birleşmesi sırasında elde ettiği getirin satın alan firma hisse sahiplerinden bir varlık transferi yoluyla gerçekleşmediğini göstermektedir.

Satın alan firmalar satın alınan firmalardan çok daha büyüktür.

Firmalar güçlü nakit akımı geçmişine sahip firmaları satın almakta, büyüme boyutunu ise ihmal etmektedir.

6 SONUÇ

Son yıllarda uluslararası düzeyde küreselleşmenin, ulusal düzeyde de makro veya mikro ekonomik koşulların etkisiyle şirketler arası birleşme ve devir işlemlerinde artış gözlenmektedir.

Ülkemizde söz konusu işlemler, Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca birleşme karı vergiye tabi olduğundan, devralma şeklinde gerçekleşmektedir. Devralma işlemleri 1996 yılından itibaren Kurul kaydına alınmakta olup bu çalışmada 1996-2002 yılları arasındaki 33 devralma işlemi incelenmiştir. İncelenen dönemde devralma işlemleri 1999 yılında yoğunlaşmıştır.

Devir işlemleri için genellikle, şirketlerin daha sağlıklı ve verimli çalışması; daha etkin yönetim; kaynak kullanımı ve faaliyetlerde maksimum verimlilik; ölçek ekonomisinin getirilerinden yararlanmak; faaliyet giderlerinin azaltılarak maliyetlerin düşürülmesi; örgütlenmede tasarruf sağlanması; operasyonel karlılığın artırılması gibi hususlar gerekçe gösterilmiştir.

Devralma işlemlerinde ağırlıklı olarak özkaynak yöntemi kullanılmıştır.

Devralma işlemlerinin çoğunluğunda devralan ve devralınan şirketler aynı aile veya gruba aittir. Aynı zamanda yönetim ilişkisi de bulunmaktadır yani devralma öncesi ve sonrasında yönetim değişmemektedir. Devralan ve devralınan şirketlerin aynı aile veya gruba ait olmadığı durumlarda da yönetim ilişkisine rastlanmaktadır.

Devralan şirketlerin %85,2'sinin hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. Söz konusu şirketlerin neredeyse tamamının devralma işlemine esas alınan bilanço tarihi itibarıyla aktif toplamı devralınan şirketlerin aktif toplamından daha büyüktür. Benzer şekilde, devralan şirketlerin %70'inden fazlasının net dönem karı devralınan şirketlerin net dönem karından daha büyük veya dönem zararı daha küçüktür.

Bir başka şirketi devralan şirketlerin devir sonrası performanslarını ortaya koyabilmek amacıyla, söz konusu şirketlerin devir öncesi ve sonrasındaki mali tabloları karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. İncelemenin sonuçları şöyle özetlenebilir:

- Şirketlerin %66,6'sının net işletme sermayesi devralma sonrası dönemde olumlu yönde değişmiştir.
- Şirketlerden yalnızca %44'ünün cari oranı ve likidite oranı devralma sonrasında artmıştır.
- Net satışların aktif toplamına oranı şirketlerin %38,8'inde olumlu değişim gösterirken, %61,1'inde olumsuz değişim göstermiştir.
- Kullanılan yabancı kaynakların özsermayeye oranı şirketlerin %55,5'inde devralma sonrasında olumlu yönde değişmiş, yani borçların özsermayeye oranı düşmüştür.
- Şirketlerden yalnızca 3'ünde (%16,6) dönem karının özsermayeye oranı devralma sonrasında artarken, 15'inde (%83,3) söz konusu oran azalmıştır.
- Brüt kar marjı da sadece 3 şirkette devralma sonrasında olumlu yönde değişmiştir.
- Analizde dikkate alınan oranların tamamı devralma sonrasında olumlu değişim gösteren şirket olmadığı gibi, şirketlerden 2 tanesinde dikkate alınan oranların tamamı devralma sonrasında olumsuz değişim göstermiştir.

Çalışma kapsamında ele alınan 33 devralma işlemi sonrasında faaliyetine devam eden şirket sayısı 27'dir. Bunlardan ancak 18'inin devir sonrasına ilişkin en az 2 yıllık mali tabloları mevcuttur. Bu sınırlı verilerle yapılan analizden ortaya çıkan en önemli sonuç: devralma işlemleri sonrasında şirketlerin %66'sının net işletme sermayesinde olumlu yönde değişim gözlenirken, %83'ünün dönem karının özsermayesine oranında ve brüt kar marjında olumsuz yönde değişme olmasıdır.

Bu çalışmanın üzerinden anlamlı bir süre geçtikten ve hem devralma işlemleri hem de devralan şirketlerle ilgili veriler çoğaldıktan sonra yapılacak analizlerle, devralma işlemlerinin faaliyetine devam eden şirketlerin performansı üzerindeki etkilerinin daha net olarak ortaya konması mümkün olabilecektir.

KAYNAKÇA

1. Earl, Peter, and Risher, Frederick G., **International Mergers and Acquisitions**, III, Euromoney Publications, 1986.
2. Manavgat, Çağlar, **Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)**, SPK Yayınları No: 64, 1997.
3. Müslümov, Alövsat, **The Financial Analysis of Mergers**, SPK Yayınları No:141, 2003.
4. Simmons, Michael, der., **Successful Mergers-Planning, Strategy and Execution**, Waterlow Publishers, 1988.
5. **Getting People on Your Side: The Key to Successful Post-M&A Integration Policies**, The European Mergers&Acquisitions Handbook, Published by Euromoney Publications, 1994.
6. İmamoğlu, Nevin, "Merger Accounting in USA and a Recommendation for Turkey," (A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Accounting in the University of Michigan), 2001.
7. İmamoğlu, Nevin, "Birleşme ve Devralmalarda Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Uygulamaları, Nisan 1999.
8. Healy, Paul M., Palepu, Krishna G., Rubak, Richard S., "Does Corporate Performance Improve After Mergers?," NBER Working Paper #3348.
9. Jovanovic, Boyan, Rousseau, Peter L., "The Q Theory of Mergers," National Bureau of Economic Research, Working Paper 8740, January 2002.
10. Meschi, Meloria M., Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Survey, Paper Number 5-97, Research Papers in International Business, Center for International Business Studies.
11. Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., "Stock Market Driven Acquisitions," NBER Working Paper No. 8439, August 2001.
12. Sönmez, Yusuf Ziyaeddin, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar", SPK Yeterlik Etüdü, Ekim 2000.

13. Türk Ticaret Kanunu.

14. Kurumlar Vergisi Kanunu.