

**FİNANSAL YAPİYİ GÜÇLENDİRİCİ ÖNLEMLERDEN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ
ÜZERİNE BİR İNCELEME: TANSAS – MİGROS BİRLEŞMESİ**

Berna YILDIZ TULUM *
Sinan AYTEKİN**

Özet

Finansal başarısızlığa uğrayan işletme sayısında hem ülkemizde hem de batıda son yıllarda bir artış olduğu gözlenmektedir. İşletmelerin finansal başarısızlığı, sosyoekonomik sonuçları açısından oldukça önemli bir sorundur. Dolayısıyla finansal başarısızlığın tahminlenmesi büyük bir önem taşımaktadır. Bu noktada işletmeler, finansal başarısızlıkla karşılaşma olasılıklarını önceden tahminleyerek, gerekli finansal yapıyı güçlendirici önlemleri alabilme fırsatı yakalayabilirler. Alınabilecek çok sayıda finansal yapıyı güçlendirici önlemlerden birisi de şirket birleşmeleridir.

Bu çalışma, finansal yapıyı güçlendirmek amacıyla alınabilecek önlemlerden şirket birleşmelerini perakende sektöründeki Tansaş – Migros birleşmesi üzerinde göstererek, finansal analiz yardımı ile perakende sektöründe faaliyette bulunan ve İMKB’de işlem gören işletmelerde finansal başarısızlığı 1-3 yıl önceden tahminlenmesini sağlayacak modeller geliştirmeyi hedeflemektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Başarısızlık, Finansal Başarısızlığın Tahminlenmesi, Şirket Birleşmeleri.

**A STUDY ON FIRM MERGERS ONE OF THE FINANCIAL STRUCTURE STRENGTHENING PRECAUTIONS: TANSAS -
MİGROS MERGER**

Abstract

In last years, it is examined that there is an increase in the number of firms that faces with financial distress in both our country and in west. In terms of social and economic results, the financial distress of the firms is a very big problem. Consequently, financial distress prediction carries an very big importance. By forecasting the probability of facing with financial distress, the firms can be able to catch the opportunity of taking necessary financial structure strengthening precautions. Firm mergers is one of the many financial structure strengthening precautions.

This study aims to improve models that provides the prediction of financial distress 1-3 years before in firms that is active in retail sector and have transactions in IMKB by showing the firm mergers which is one of the financial structure strengthening precautions in Tansaş and Migros Merger in retail sector.

Keywords: Financial Distress, Financial Distress Prediction, Firm Mergers.

*Uzm., Dokuz Eylül Üniversitesi Hastanesi, Finansal ve Sistem Analiz Birimi, İzmir, berna.yildiz@deu.edu.tr

** Öğr. Gör., Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir Meslek Yüksekokulu, Çağış Kampusu, Balıkesir, saytekin@balikesir.edu.tr

GİRİŞ

Günümüzdeki artan rekabet ortamında işletmelerin varlıklarını sürdürmeleri gittikçe zorlaşmaktadır. Bu yoğun rekabet ortamında mücadele edemeyen işletmeler, çeşitli iç ve dış nedenler sebebiyle birtakım finansal sıkıntılarla karşı karşıya kalabilmekte ve bu finansal sıkıntıların üstesinden gelememeleri durumunda ise işletme performansındaki düşüşün en son noktası olan iflasa sürüklenmektedirler. İflas eden işletme sayısındaki artış genel olarak ekonomik durgunluğa, enflasyonu önlemek için uygulanan sıkı para ve kredi politikasına, yüksek faiz oranlarına ve işletmelerinin artan finansal risk yapılarına bağlanmaktadır. Finansal başarısızlığın ekonomik durgunluğun arttığı, sıkı para politikasının uygulandığı ve borsa endeksinin düştüğü dönemlerde artış gösterdiği ve bu olumsuz durumun daha çok yeni işletmelerde ortaya çıktığı görülmektedir.

Finansal başarısızlık ve bunun en son aşaması olan iflas, ülke ekonomisi, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve işletmelere kredi sağlayan kurumlar üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Dolayısıyla sebep olduğu sosyoekonomik sonuçlar açısından işletmelerin finansal başarısızlığının tahminlenmesi oldukça önemlidir. Bu noktada finansal başarısızlık tahminleme modelleri büyük önem taşımaktadır.

İşletmeler finansal başarısızlıkla karşılaşma olasılıklarını tahminleyerek gerekli finansal yapıyı güçlendirici önlem veya önlemleri zamanında alarak iflasa sürüklenmekten kurtulabilirler. İşletmelerin finansal başarısızlıktan kurtulmak amacıyla alabilecekleri çok çeşitli finansal yapıyı güçlendirici önlemler vardır. Bu önlemlerin en önemlilerinden birisi de şirket birleşmeleridir.

Finans ve iktisat literatüründe, birleşme; bir şirketin bir başka şirket tarafından satın alınması, devralınması olarak tanımlanır. Geleceği parlak olabilecek birçok işletme, yaşadıkları finansal sıkıntılar nedeniyle veya işletme sermayesi yönetimindeki hatalar sonucu başarısızlığa uğramaktadır. Bu noktada "birleşme" devreye girerek işletmeler için bir çözüm olabilmektedir. Finansal açıdan başarısızlığa uğrayan bir işletme, diğer işletme veya işletmelerle birleşerek finansal durumu düzeltebilmektedir.

FINANSAL YAPIYI GÜÇLENDİRMEK İÇİN ALINABİLECEK ÖNLEMLER

Çeşitli nedenlerle başarısızlığa uğramış olan ve finansal yapısı bozulan işletmeler, uğradıkları başarısızlığın türüne göre (zarar veya düşük kar, teknik likidite sorunu, iflas), finansal yapıyı güçlendirici önlemler alabilirler.

Başarısızlığa uğramış işletmeler öncelikle alacaklılarıyla "Gönüllü Anlaşma" yoluna gitmektedirler. İflas durumuna düşen veya borçlarını ödemede güçlük çeken işletmeler, alacaklılarıyla gönüllü anlaşma düzenleyebilir, böylece resmi bir iflas işleminde karşılaşılacak olan birçok maliyetten de kaçınmış olurlar.

Gönüllü anlaşma genellikle borçlu olan işletme tarafından başlatılır ve iki biçimde ortaya çıkar. Bunlar; işletmenin devamı için gönüllü anlaşma ve işletmenin tasfiyesiyle sonuçlanan gönüllü anlaşmadır.

Alacaklılar işletmenin finansal durumunun ileride iyileşeceğine inanıyorsa, işletmenin devamını sağlamak amacıyla gönüllü anlaşmayı kabul ederler. Fakat alacaklılar burada, borçluyla anlaşma yapmaları sonucunda elde edecekleri değerlerin, işletmenin tasfiyesi sonucunda elde edeceği değerlerden yüksek olacağını saptadıktan sonra borçlunun anlaşma talebini kabul ederler. İşletmenin devamı için gönüllü

anlaşmada borçların vadesini uzatmak, alacaklardan kısmen vazgeçilmesi, alacaklılar komitesinin işletmenin yönetimini üslenmesi gibi yollar izlenebilir.

İşletmenin durumunun oluşturulan alacaklılar komitesi ile tartışıldıktan sonra, tek kabul edilebilir çözümün işletme varlıklarının nakde çevrilmesi olması durumunda tasfiye ile sonuçlanan gönüllü anlaşma yoluna gidilir. Tasfiye, gönüllü ve yasal düzenlemeler çerçevesinde zorunlu olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir.

Eğer borçlu işletme varlıkların nakde dönüşümünü kabul ediyorsa, yasal işlemlere gerek kalamayabilir. Bu durum alacaklıları dava açma gibi çeşitli masraflardan kurtarır, ayrıca gönüllü tasfiye yoluyla alacaklılar alacaklarını zorunlu tasfiyeye kıyasla daha çabuk ve daha büyük tutarda tahsil edebilirler.

İşletmenin varlıklarının gönüllü olarak nakde çevrilmesindeki amaç, borç verilen her bir TL üzerinden daha fazla geri ödeme sağlamaktır. Bu nedenle gönüllü tasfiyede en sık kullanılan yöntem, varlıkların tasfiye işleminin üçüncü bir ticari kuruluşa verilmesidir. Üçüncü kuruluş "anlaşmacı" veya "güvenilir" olarak isimlendirilir. Anlaşmacının görevi varlıklar için en iyi satış fiyatını saptamaktır. İşletmenin varlıkları nakde çevrildikten sonra elde edilen fonlar öncelikle alacaklılar ve daha sonra da ortaklar arasında dağıtılır.¹

Tasfiye ile sonuçlanan gönüllü anlaşmada işletmeye yeni ortaklar alınması, tahvillere karşılık hisse senedi verilmesi, tahvil faizlerinin indirilmesi vb. yollar izlenebilir.

Finansal yapısı bozulmuş, yükümlülüklerini yerine getirme gücü zayıflamış bir işletme, malî durumunun güçlendirmek için aşağıdaki önlemlere başvurabilir. Bu önlemlerde amaç, işletmeyi tasfiye etmek değil, varlığını sürdürebilmesini sağlamaktır.²

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Bağımsız işletmeler ya tamamen ya da belirli alanlarda birleşerek yeni işletme oluştururlar. İşletmelerin birleşmelerindeki temel amaç ekonomiktir. İşletmeler kar amacı ile kurulduklarından, bu amaca ulaşmak için rekabet şartlarını lehlerine geliştirmeye çaba gösterirler.³

Birleşme genel anlamda iki veya daha fazla işletmenin daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturma amacıyla bir organizasyon altında toplanmasıdır.

Finans ve iktisat literatüründe, birleşme (merger); bir şirketin bir başka şirket tarafından satın alınması, devralınması olarak tanımlanır. Devralan şirket unvanını ve tüzel kişiliğini korur ve devraldığı şirketin tüm varlık ve kaynaklarını almış olur. Birleşme sonrasında, devralınan şirket ayrı bir ticari işletme olarak faaliyetlerine son vermiş olur.

Türk Ticaret Kanununun 146-151 maddelerinde şirketlerin birleşmeleri tarif, şartlar ve hükümler olmak üzere düzenlenmiştir. Madde 146 şirket birleşmelerini tanımlanmıştır. Buna göre;⁴

Birleşme, 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 katılması şeklinde tanımlanmıştır.

¹ Mine TÜKENMEZ ve diğerleri, **Finansal Yönetim**, Cem Ofset, İzmir, 1999, s. 1119.

² Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım, İstanbul, 1998, s. 949-956.

³ Öcal USTA, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2005, s. 162.

⁴ AKGÜÇ, a.g.e., s. 892.

Birleşmeler, değişik şekillerde gerçekleşebilmektedir. Devralmalarda satın alınan şirket veya şirketlerin, varlık ve kaynaklarını satın alan şirkete devredilmekte, satın alan şirketin varlığı devam ederken devir olunan şirket veya şirketlerin tüzel kişilikleri sona ermektedir. Konsolidasyonda ise birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri sona ermekte ve bu şirketler yeni bir tüzel kişilik altında toplanmaktadır. Bu durumda, hem devralan hem de devralınan şirketler daha önceki tüzel kişiliklerini yitirmekte ve yeni bir şirketin birer parçası haline gelmektedir.

Bir diğer birleşme biçimi ise alınan şirketin tüzel kişiliğinin korunduğu birleşme şeklidir. Bu şekilde yapılan birleşmelerde hisse senetlerinin tümü veya denetimi ele geçirilecek ölçüde satın alınan dolayısıyla bağlı ortaklık durumuna gelen işletmenin tüzel kişiliği sürer. Ancak yönetim ve denetim açısından satın alan şirkete bağımlı duruma gelir. Dolayısıyla, satın alan şirketin denetimi altında olduğundan ekonomik açıdan bağımsızlığı bulunmamaktadır.

Dünyada ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Dünyada ilk yoğun birleşmeler 20.yy başlarında gerçekleşmiştir. Birinci birleşme dalgası olarak ta adlandırılan bu dönemde 1883’teki depresyondan sonra görülüp 1898–1902 yılları arasında tepe noktasına ulaşmış ve 1904 yılında sona ermiştir.

Birinci birleşme dalgasında yatay birleşmeler baskındı. Bu dönemde görülen yatay birleşmelerin birçoğu monopolistik (tekelci) piyasa oluşumlarına neden olmuştur. Bu nedenle birinci birleşme dalgasının yaşandığı dönem, büyük monopollerin yaratılmasında oynadığı rolle tanınır.

Tarihsel süreç içinde birinci birleşme dalgasıyla başlayıp günümüze kadar süren birleşme dalgaları ve stratejik amaçları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Birleşme Dalgaları ve Stratejik Amaçları

Dönem	Stratejik Amaç
1987–1904: Birinci Dalga	Tekeller İçin Birleşme Dönemi: Aşırı kapasite ve fiyat düşüşlerinin yatay birleşmelerle önlenmesi, çok büyük işletmelerin (tröstlerin) ortaya çıkışı (metal, metal ürünleri, taşımacılık ekipmanı, ağır sanayi).
1916–1929: İkinci Dalga	Oligopoller İçin Birleşme Dönemi: Dikey bütünleşmeler, piyasada hakim olmaya ve tüm ürün çevrimini denetlemeye yönelik çabalar (ağır sanayi, bankacılık, kimya, madencilik, gıda sanayi).
1965–1969: Üçüncü Dalga	Özellikle ABD’de olmak üzere faaliyet alanı dışında, farklı sektörlerde hedeflenen şirketlerin portföye alınmasına dayalı birleşmelerin ortaya çıkması.

1984–1990: Dördüncü Dalga	Stratejik birleşme ve satın alma işlemleri, güçlü olunan alanlardaki faaliyetlere odaklanma, yeni sinerjilerin yaratılması amacı (petrol, tıbbi cihazlar, hava taşımacılığı).
1993–?: Beşinci Dalga	Uluslararası özellikle Avrupa Ortak Pazarına dönük büyük çaplı alımlar (mega birleşmeler) artan değer yönetimli işletme stratejileri (bankacılık ve finans, telekomünikasyon, enerji, sağlık, ilaç, biyoteknoloji).

(Kaynak: Pernsteiner ve Sumer, 2004: 689)

Özellikle II. Dünya Savaşı sonrası iktisadi ve sosyal koşulların hızla değişmesi, fiyatların ve karların artması, şirketleri daha fazla birleşmeye yöneltmiştir. 1945’lerden 1968 yılına kadar yoğun ve dikkat çeken çok sayıda birleşme söz konusu iken 1968 yılına gelindiğinde antitröst yasalarla birleşmelerin kontrol altına alınması ile hızı kesilmiştir.

Tüm dünyada yaşanan kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi, kamunun da içinde payı olan halka açık şirketlerin hisse senetlerinin değerinin düşük olması, şirketlerin birleşmeye olan yaklaşımlarını olumlu etkilemiştir. Ayrıca sanayileşmiş ülkelerde 1980’li yıllardan itibaren, birleşme özendirici tedbirlerin alınması, vergi kanunlarında ve sermaye piyasası kanunlarında yapılan değişiklikler şirketlerin birleşmeye yönelmesinde etkili olmuştur.

Türkiye’de henüz son yıllarda gündeme gelen şirket birleşmeleri 1980’li yılların başından itibaren Amerika, Avrupa ve Uzak Doğuda iş dünyasında yaygın olarak görülmektedir.

Son yıllarda şirket birleşmelerinde göze çarpan temel eğilimlerden birisi farklı ülkelerdeki şirketlerle birleşmeyi içeren sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin hacim ve ölçeğinin artmasıdır.

Günümüzde çokuluslu şirketlerin, üretim ağı kurabilmek, üretim faktörlerinde avantajlar sağlamak, yeni pazarlarda faaliyet göstermek gibi amaçlarla yabancı ülkelerde yatırım yaptıklarına sıklıkla tanık olmaktadır.

Ülkelerarası mal, emek ve sermaye hareketlerinin giderek serbestleşmesi sonucunda işletmeler tüm dünyayı pazar olarak görmeye başlamışlardır. İşletmelerin büyüme stratejileri, artık, sınırları aşarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yayılmak şeklini almaya başlamıştır.

Sınır ötesi birleşmeler, bir takım riskler ve dezavantajlar da taşımaktadır. Bunlar kısaca;⁵

- Ülkelerarası kültürel farklılıklar,
- Uzaklık,
- İşgücü sorunları,
- Yerel ticaret konusunda bilgi noksanlığı,
- Kur riski’dir.

⁵ Orhan ÇELİK, *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s. 26.

Dünyadaki birleşme ve satın alma işlemlerinde 2007 yılında artış beklenmektedir. Bu beklentinin ardındaki nedenler şöyledir:⁶

- Şirketlerin borç oranlarının düşmesi ve likidite oranlarının artması ile piyasada yatırıma yönelik yüksek tutarda nakit oluşması,
- Yükselen petrol fiyatlarıyla birlikte körfez sermayesindeki artışın yeni yatırım alanları araması,
- Özel sermaye şirketlerinde büyük birikim oluşmasıyla bu şirketlerin daha büyük işlemlerde yer alabilmeleri,
- Teknoloji ve telekomünikasyon şirketlerindeki büyük şirketlerin internete büyük tutarda yatırım yapmaları ve bu amaçla şirket satın almaları,
- Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan piyasalardan gelen şirketlerinde büyük alımlar yapmaya başlamaları,
- Fiyatların yükselmesiyle satıcılarında satış için daha istekli olmaları.

Türkiye’de özellikle son yıllarda yoğun olarak görülmeye başlanan şirket birleşmelerinin bilinen en eski tarihli 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesidir.⁷ Türkiye’de şirket birleşmeleri daha çok 1950’li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde birleşmeler daha çok zor durumda olan bankaların ekonomiye tekrar kazandırılması, kurtarılması amacıyla yapılmıştır.

Türkiye’de sadece bankacılık sektöründe değil, diğer sektörlerde de 1980 sonrası uygulamaya konulan istikrar tedbirleri ile dışa açılma, libelleşme, serbest pazar ekonomisine geçiş teşvik edilmiş, bunun sonucunda birleşmeler daha da önem kazanmıştır. Öte yandan yabancı şirketlerle birleşmeler de gündeme gelmiş olup bu durumu oluşturan faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz;⁸

- Özellikle Japon şirketlerinin Türkiye’yi Avrupa pazarına girmek için köprü olarak görmesi (ileride Avrupa Birliği’ne gireceği varsayımının da bu görüşte etkisi vardır).
- Türkiye’deki ucuz işgücü ve Avrupa pazarlarına yakınlık.
- Avrupa Birliği’ne hazırlık içinde olan Türkiye’deki büyük sanayi gruplarının, bu piyasalardaki rekabet gücünü artırmak amacıyla, yeni teknoloji yatırımlarına yönelme zorunluluğu duymaları ve bunun gerektirdiği sermaye ve bilgi birikimini (know-how) yabancı ortak temin ederek karşılamayı düşünmeleri (aynı güdü, dünyada yaşanan globalleşme akımları ve ülkemizde gerçekleştirilen, korumacı yaklaşımlardan uzaklaşma çalışmaları nedenleriyle gittikçe artan rekabet ortamında ayakta durmaya çalışan şirketlerimiz için de geçerlidir).
- 1980’den itibaren uygulanmaya başlanan ekonomik politikalara yeterince ayak uyduramayarak dar boğaza giren bazı şirketlerin kaynak ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla yabancı ortaklara açılmayı hedeflemeleri.

⁶Orhan CEM ve diğerleri, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Şirket Değerlemeleri”, <http://www.vergiportalı.com/doc/21122006BIRLESME.pdf>, (09.05.2009), s. 7.

⁷Nurhan AYDIN, *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*, TOBB Yayın No: 150, Ankara, s. 31.

⁸Hüseyin AKAY, *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*, Yayım Matbaası, İstanbul, 1997, s. 32-33.

Türkiye'deki birleşmelerde vergi avantajları nedeni ile aynı holding bünyesinde yer alan iki şirketten zarar eden şirketin karlı şirketle birleştirilmesine sıklıkla rastlanılmaktadır.

Dünyada gözlemlenen eğilime uygun olarak, ülkemizde de son yıllarda şirket birleşmelerinde büyük bir artış gözlemlenmektedir. Birleşmelerin temel nedenleri olarak ise; maliyet tasarrufu, etkin yönetim, rekabet gücünün artırılması, ihracat ve iç satışta avantaj elde etmek, faaliyet karlılığının artırılması, sinerji yaratılması, finansman imkanı yaratmak, krizlere karşı tedbirli olmak, birleşilen veya devralınan şirketin bilanço zararlarından yararlanmak (vergi avantajı) gibi hususlar sayılabilir.

Ülkemizde iş dünyasının birleşme işlemlerine bakış açısı olumlu yönde değişirken, ABD ve AB ülkelerinin işlem hacmine ulaşamamasının en büyük nedeni olarak Türkiye'de işletme sahiplerinin çoğunun işletme yöneticisi olmaları gösterilmektedir. Ülkemizdeki şirket birleşmelerinin önündeki önemli engeller aşağıdaki gibi sıralanabilir:⁹

- Vergi; İstenen vergi avantajlarının halen sağlanamamış olması.
- Kültür; Ortaklık kültürü açısından Türk işletmelerinin eksik olması ve bu nedenle sinerji yaratılamaması.
- Feodal Bağ; Kurucuların işletmelerine gönülden bağlı olması ve kötü şartlarda bile satmak istememesi.
- Kurumsallaşma Eksikliği; Patrona bağlı işletmelerin birleşme düşüncesine bile karşı olması.
- Küreselleşmenin ne olduğunun tam olarak anlaşılabilmesi.
- Anlaşma Eksikliği; Birleşme işlemlerinde işletmelerin değerlerini yüksek tutma eğilimi.

2005 yılı itibariyle ülkemizdeki birleşmeleri değerlendirdiğimizde ülkedeki politik istikrar ve olumlu makroekonomik ortamın, Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlamasının ve dünya piyasalarındaki iyileşmenin sonucunda, birleşme ve satın alma faaliyetleri, hem işlem adedi hem de işlem hacmi olarak Türkiye'de bugüne kadarki en yüksek seviyesine ulaşmıştır.¹⁰

Ernst & Young Kurumsal Finansman'ın Türkiye'deki şirket birleşmeleri ve satın almalarıyla ilgili olarak hazırladığı "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2005 Raporu"na göre, 2005 Türkiye'de birleşme ve satın alma faaliyetleri açısından rekor seviyede işlem hacminin gerçekleştiği sıra dışı bir yıl olmuştur. Birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 2004 yılında 2,5 milyar dolar, 2003 yılında 1,4 milyar dolar, 2002 yılında ise 614 milyon dolar olmuştur. 2005 yılında ise tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 30,4 milyar dolara ulaşırken, değeri açıklanmamış işlemlerle birlikte Türkiye'deki "şirket evliliklerinin" 31 milyar dolar seviyesinde gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

2006 yılının ilk 11 ayında ise ülkemizde işlem değeri açıklanmış olan ve toplam tutarı 17,6 milyar dolar olan 112 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 961 milyon dolarlık kısmı yani %5'i özelleştirme ve TMSF ihaleleridir. 2006 yılının ilk 11 ayında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinde toplam tutar bazında ilk iki sırayı 9,8 milyar dolar ve 1,4 milyar dolar ile sırasıyla finansal hizmetler ve enerji sektörleri almaktadır.¹¹

⁹ Helmut PERNSTEINER ve Haluk SÜMER, **Şirket Birleşmeleri**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2004, s. 229.

¹⁰ Ankara Üniversitesi İletişim Fakültesi Yayınları(ilef), "2005 Şirket Evlilikleri Yılı Oldu", <http://ilef.ankara.edu.tr/reklam/yazi.php?yad=9433>, (25.04.2009), s. 1.

¹¹ CEM ve diğerleri, a.g.e., s. 8.

2006 yılının ilk yarısı itibariyle dünyada toplam değeri 1,35 Trilyon dolar olan birleşme ve satın alma işlemlerinin %72 si Amerika ve Batı Avrupa'da gerçekleşmiştir. Birleşme ve satın alma işlemlerinde en büyük payı %22 ile enerji sektörü oluşturmuştur.

İNCELEMENİN AMACI, YÖNTEMİ VE KAYNAKLARI

İncelemenin Amacı : Finansal yapıyı güçlendirmek amacıyla alınabilecek önlemlerden şirket birleşmelerini perakende sektöründeki Tansaş – Migros birleşmesi üzerinde göstermek ve finansal analiz yardımı ile perakende sektöründe faaliyette bulunan ve İMKB'de işlem gören işletmelerde finansal başarısızlığın bir, iki ve üç yıl önceden tahminlenmesini sağlayacak modeller geliştirmek. Bu nedenle birleşme öncesi ve hemen sonrası oluşan mali durum karşılaştırılmıştır.

İnceleme Yöntemi : Finansal Analiz

İnceleme Kaynakları : Perakende sektöründe faaliyette bulunan Tansaş ve Migros'un 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarına ait faaliyet raporları, bilanço ve gelir tabloları ile internette yer alan çeşitli haber ve analiz siteleri.

Perakende Sektörünün Durumu

Türkiye'de 1980'li yıllardan itibaren liberal ekonomiye geçişle birlikte perakende sektöründe büyük gelişmeler meydana gelmiştir. Perakende sektörü, günümüzde çok önemli yerli ve yabancı perakende şirketlerini bünyesinde barındıran rekabetin yoğun olduğu bir yapıya sahiptir. Türkiye'de 1990'lı yıllarda gelişmeye başlayan organize perakende pazarı halen büyüme ve yapılanma aşamasındadır. Son 10 yıl içerisinde organize perakende noktalarının sayısı %159'luk bir büyüme kaydetmiş ve 2.500 m²'nin üzerindeki hipermarketlerin yaklaşık sayısı 160'a, süpermarketlerin sayısı ise 5.385'e ulaşmıştır.

Sektörde organize perakendecilik kısmının payı %30-35 olarak tahmin edilmektedir. Avrupa ülkelerinde bu oranın %80'lerin üzerinde olması Türkiye'nin organize perakendecilik açısından sahip olduğu potansiyele dikkat çekmektedir.¹²

Organize perakende sektörü 2001 yılındaki ekonomik krizden olumsuz etkilenmiştir. Talep, kriz döneminde bakkal ve pazarlara yönelmiş, yoğun rekabet ve agresif büyüme stratejileri nedeniyle yüklü finansal borç stokları şirketlerin oldukça düşük olan marjlarının daha da daralmasına neden olmuştur. 2003 yılında ise, makroekonomik koşullardaki iyileşme sayesinde yılın ilk dokuz ayında halka açık dört perakendecinin satış gelirleri dolar bazında %30 artış göstermiştir. Özetle 2003 yılının sektör için toparlama yılı olduğunu söylenebilir. Fakat buna rağmen, halk pazarlarına ve bakkallara yönelmiş olan talep halen tam olarak organize perakendecilere dönmüş değildir.

¹²Koç Holding, "Gıda Perakendecilik ve Turizm Grubu", http://www.koc.com.tr/User/CompanyPresentation.aspx?LANGUAGE_CODE=TR&COMPANY_CODE=a89d30d7-a753-42e6-8399-735d00f8ed08, (22.09.2008).

Alım gücü yüksek kesimin yaşadığı büyük şehirlerde çok sayıda perakendecinin faaliyet göstermesi ile pazarın doymuş olması ve alım gücü düşük bölgelerde yeni mağaza açmanın karlılık açısından belirsizliği nedeniyle, perakende zincirlerinin büyümesi sınırlı kalmıştır. Buna ek olarak, başbakanlığa gönderilmiş olan revize yasa tasarısı ile getirilen sınırlamalar, izinler için gerekli olabilecek bürokratik işlemler ve oluşacak ek maliyetler de perakende zincirlerini olumsuz etkilemiştir.

Sektördeki ciro büyümesi beklentisine karşın, rekabetin yoğunluğu sektör işletmelerinin karlılıklarını aynı ölçüde arttırmamasına engel olmaktadır. Yeni yasa tasarısının kanunlaşması durumunda, kendi markalarıyla sattıkları ürünlerin satışına ve tedarikçilerle ilişkilere getirilecek kısıtlamalar, perakendecilerin kar marjlarının daha da düşmesine sebep olacaktır. Kendi dinamikleri içinde dahi, geleneksel marketlerden pazar payı alma hızı oldukça yavaş ilerleyen organize perakendeciler, yasa tasarısının kanunlaşması durumunda pazar payı kaybetme tehlikesi ile karşı karşıya kalacaklardır. Özellikle büyük şehirlerde yoğunlaşmış perakende zincirlerinin mağaza sıklığının azaltılması gündeme gelebilecektir. Önümüzdeki dönemde, müşterilerin geleneksel marketlere olan bağlılığının kısmen devam edeceğini ve kişi başına düşen milli gelirden önemli bir artış olmaması durumunda perakende zincirlerinin pazar paylarının Batı Avrupa'daki %70 seviyelerine ulaşmasının mümkün olmayacağını tahmin edilmektedir.

2005 yılında Türkiye perakende sektörünün dengelerinde önemli değişimler meydana gelmiştir. Ulusal ölçekte hizmet sunan büyük perakendeciler satın alma ve birleşme faaliyetlerinde bulunarak sektörde öngörülen konsolidasyon sürecini büyük oranda tamamlamışlardır. Tesco – Kipa, Carrefour – Gima ve son olarak 10 Kasım 2005'te gerçekleşen Migros – Tansaş birleşmeleri verilebilecek en güzel örneklerdendir. Ulusal boyutta gerçekleşen konsolidasyonun yanı sıra, bölgesel bazda faaliyet gösteren perakendeciler arasında da satın alma ve birleşme çalışmaları gözlenmektedir.

Tansaş Perakende Mağazacılık T.A.Ş.

Tansaş 1973 yılında, halka ucuz et ve kömür sağlamak hedefiyle İzmir'de, Tansa adıyla kurulmuştur. İlk mağaza "Tanzim Satışlar Müdürlüğü" çatısı altında Konak'ta 1976 yılında açılmış, mağaza sayısı, 1986 yılında 12'ye ulaşmıştır. Bu gelişmeyle birlikte ortaya çıkan şirketleşme düşüncesi doğrultusunda, 15 Aralık 1986 tarihinde Tansaş İzmir Büyükşehir Belediyesi İç ve Dış Ticaret A.Ş. kurulmuştur. 1996 yılında halka açılan Tansaş'ın hisseleri TNSAS sembolü ile IMKB'de işlem görmeye başlamıştır.¹³

1999 yılında Tansaş hisselerinin büyük bir bölümü Doğu Grubu tarafından satın alınmıştır. Ana hissedar değişimini takiben Tansaş, hızlı bir değişim ve yeniden yapılanma süreci yaşamış ve kısa sürede İzmir'den Türkiye'ye yayılan ulusal bir marka haline gelmiştir. Tansaş, hizmet kalitesini yükseltmek ve verimliliği daha üst seviyelere çıkarmak amacıyla 2002 yılı içinde, Doğu Grubu kuruluşlarından Macrocenter'ı kendi bünyesine katma kararı almıştır.

¹³ Tansaş, 2005 Yılı Faaliyet Raporu, s. 5.

Tansaş, 10 Kasım 2005'te Migros Türk T.A.Ş. bünyesine katılmıştır. %78,1 oranındaki hissesi Koç Holding ve Migros tarafından satın alınan Tansaş, sektör lideri ile birleşmenin etkisi ile sektördeki gücünü artırarak müşterilerine hizmete devam etmektedir.¹⁴

Migros Türk T.A.Ş.

1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi'nin girişimleri ile kurulan Migros, gıda ve tüketim maddelerini belediye kontrolü altında üreticiden sağlamak ve bu ürünleri sağlığa uygun koşullarda ve ekonomik fiyatlarla İstanbullulara ulaştırma amacıyla kurulmuştur. Migros, başta İstanbul'da tüketim maddelerini tüketicilere 45 satış arabası ile ulaştırmış, daha sonra ilki 1957'de balık pazarında Beyoğlu mağazası olmak üzere çeşitli semtlerde mağazalar açmıştır.

1975 yılında Migros'un çoğunluk hisseleri Koç'a devredilmiştir. Bu tarihten itibaren yeni bir anlayışla çalışmaya başlayan Migros, İstanbul içinde mağaza sayısını hızla arttırmıştır. Kurduğu dev merkez deposu ile meyve ve sebzelerin taze ve ekonomik olarak tarladan tüketiciye ulaşması için meyve sebze alım bürolarının gelişmesi ile sağlıklı bir dağıtım için gerekli altyapı oluşturmuştur.

1981 yılında Migros'un çeşitli ilaveler ve gelişmelerle ana deposu hizmete girmiş, bakliyat gibi ürünlerin hijyenik olarak depolanarak, paketlenerek sağlıklı bir şekilde satışa hazırlanması için yatırımlar yapılmış, et işleme merkezi devreye girmiştir. 1988 yılında ilk defa İstanbul dışında İzmir'de de 4 mağaza açan Migros, Ege Bölgesi için altyapı çalışmalarını başlatmıştır. 1989 yılı sonunda 2 büyük ilde 34 mağazayla hizmet veren Migros, 1991 yılında halka açık bir şirket haline gelmiştir.

1995 yılında Migros, sinerjisinden daha geniş halk kitlelerini yararlandırmak amacı ile Şok Ucuzluk Marketlerini de devreye sokarak, sektörde bir yeniliğe daha imza atmıştır. 1996 yılında ise Azerbaycan'daki altyapı çalışmalarını sonlandırarak, ilk yurt dışı mağazası Ramstore'u Bakü'de açmıştır. Bir Türk şirketi olarak yurt dışında da gelişmesini sürdürmüş olan Migros, ikinci ülke olan Rusya'da, Migros, Ram ve Enka ortaklığı ile Ramstore Shopping Center'ı açmıştır.¹⁵

1997 yılında Migros mağazaları, Şok Ucuzluk Marketleri ve satış arabaları olarak sürdürdüğü hizmetine, alışveriş merkezi formatını ve sanal marketi de ekleyerek perakende sektöründe tüm mağaza formatlarında hizmet vermektedir.

Yurt içinde 7 coğrafi bölgede, Azerbaycan, Rusya, Kazakistan, Bulgaristan ve Makedonya'da Ramstore'larla hizmet veren Migros 2005 yılında önemli bir atılımla perakende zinciri Tansaş'ı satın alarak sektördeki liderliğini perçinlemiştir.

Doğrusal Diskriminant Analizi İle Perakende Sektöründe Finansal Başarısızlığın Tahminlenmesi

Çalışmada yapılan analiz perakende sektöründe faaliyet gösteren işletmeler düzeyinde gerçekleştirilmiş ve finansal başarısızlığın bir, iki ve üç yıl önceden tahminlenmesi amacıyla istatistiksel modellerden diskriminant modeli kullanılmıştır.

¹⁴ Tansaş, **2005 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 5.

¹⁵ Migros, **2005 Yılı Faaliyet Raporu**, s. 4-8.

Çalışmanın kapsamına, uygulamamızda Tansaş – Migros birleşmesinin incelenmesi, Tansaş ve Migros'un perakende sektöründe faaliyet göstermesi nedeniyle IMKB'de işlem gören bu iki işletme alınmıştır.

Finansal açıdan başarısız işletmelerin seçiminde, dört yıl üst üste zarar etmiş olmak ve iflas kriterleri kabul edilmiştir. Buna kriterler dikkate alınarak yapılan bu çalışmada, 2001–2006 yılları arasında üst üste dört yıl zararın dördüncü yılı başarısız işletmeler için başarısızlık başlangıç yılı, başarılı işletmeler için de başarı başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir. Dolayısıyla Tansaş'ın 2001 yılından başlayarak üst üste dört yıl zarar etmesi ile Migros'un 2001 yılından itibaren dört üst üste kar etmesi nedeniyle 2004 yılı hem başarısızlık hem de başarı başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir.

Finansal başarısızlığın tahminlenmesi amacıyla geliştirilen modellerde bağımsız değişken olarak finansal oranlar kullanılmıştır. Bağımlı değişken ise finansal açıdan başarılı veya başarısız olma durumudur. Geliştirilecek modeldeki bağımsız değişken sayısının çok fazla olması modelin kullanılmasını zorlaştıracağından mümkün olduğu kadar az bağımsız değişken yani finansal oran kullanılarak en başarılı tahminlemeyi bulabilmek amaçlanmıştır.

Çalışmada kullanılan oranlar, yazında kullanılma yaygınlığı, çalışmanın öngördüğü amaçları yerine getirme, kolay bir şekilde hesaplanabilmesi kriterlerine göre belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan finansal oranlar aşağıdaki gibidir:

Tablo 2: Çalışmada Kullanılan Finansal Oranlar

X ₁ :	Cari Oran (Dönen Varlıklar / KVKYK)
X ₂ :	Likidite Oranı ((Dönen Varlıklar –Stoklar)) / KVKYK
X ₃ :	Nakit Oranı (Hazır Değerler / KVKYK)
X ₄ :	Finansal Kaldıraç Oranı (Toplam Borçlar / Toplam Aktifler)
X ₅ :	Özsermaye Oranı (Özsermaye / Toplam Aktifler)
X ₆ :	Finansman Oranı (Özsermaye / Toplam Borçlar)
X ₇ :	KVKYK / Pasif Toplamı
X ₈ :	Alacakların Devir Hızı Oranı (Net Satışlar / Ortalama Tic. Alacaklar)
X ₉ :	Stok Devir Hızı Oranı (Net Satışlar / Ortalama Stoklar)
X ₁₀ :	Hazır Değerler Devir Hızı Oranı (Net Satışlar / Ort. Hazır Değerler)
X ₁₁ :	Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Net Satışlar / Ort. Net Çalışma Sermayesi)
X ₁₂ :	Net Kar / Özsermaye
X ₁₃ :	Net Kar / Toplam Varlıklar
X ₁₄ :	Net Kar / Net Satışlar

Çalışmada karşılaşılan en büyük sorun perakende sektöründe faaliyet gösteren ve IMKB'de işlem gören işletme sayısının az olması sebebiyle örneklemin az olmasıdır. Yapılan çalışmada birleşmenin öncesi ve hemen sonrası inceleneceğinden, CarrefourSa'nın 24 Ağustos 2006 ve BİM'in 18 Temmuz 2005 yılından itibaren

İMKB’de işlem görmeye başlaması ile diğer büyük perakende mağaza zincirlerinden Pehlivanoğlu’nun İMKB’de işlem görmemesi nedeniyle bu üç büyük işletme örnekleme dahil edilememiştir.

İşletmelerin 2001, 2002, 2003 ve 2004 yılına ait bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak Tablo 2’de belirtilen 14 finansal oran hesaplanmış ve bu finansal oranlar kullanılarak doğrusal diskriminant analizi SPSS istatistik paket programından yararlanılarak gerçekleştirilmiştir.

Doğrusal diskriminant analizinde “kademeli (stepwise) yöntem” kullanılarak dört yıla ilişkin olarak hesaplanan 14 finansal oran içerisinde istatistiksel bakımdan anlamlı öngörü gücü bulunan model belirlenmeye çalışılmıştır.

Başarısızlıktan Bir Yıl Öncesine İlişkin Tahminleme Modeli

Finansal başarısızlıktan bir yıl öncesi için olarak diskriminant analizine ilişkin model "Unstandardized cononical discriminant function coefficients" (standart olmayan kanonik diskriminant fonksiyon katsayıları) başlığı altında yer alan sabit ve değişken değerlerin katsayılarından yararlanılarak yazılmıştır. Çalışmada elde edilen başarısızlıktan bir yıl öncesine ilişkin diskriminant modeli aşağıdaki gibidir:

$$Z = - 7,768 + 7,603 X_1 + 0,063 X_{11}$$

Bu modelde yer alan X_1 ve X_{11} finansal oranları şunlardır;

$$X_1 : \text{Cari Oran (Dönen Varlıklar / KVYK)}$$

$$X_{11} : \text{Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Net Satışlar / Ort. Net Çalışma Sermayesi).}$$

Bu finansal oranların yanlarında yer alan katsayılar ile çarpılarak toplanması sonucunda her işletme için ayrı ayrı Z değeri belirlenmiştir. Bu Z değeri, minimum hatayı sağlayan "canonical discriminant functions at group centroids" (kanonik diskriminant fonksiyonunda grup ortalamaları) başlığı altında yer alan ve kritik (kopuş) değer olarak nitelendirilen Z^* değeri ile karşılaştırılmıştır.

Çalışmamızda başarısızlıktan bir yıl öncesine ilişkin olarak kurulan modelde kritik değer (Z^*) 0 olarak hesaplanmıştır.

Analiz kapsamına alınan her işletme için hesaplanan Z değeri, kritik değer olan 0’dan büyük ise işletmenin finansal açıdan başarılı olduğuna, Z değeri, kritik değer olan 0’dan küçük ise işletmenin finansal açıdan başarısız olduğuna karar verilir.

Başarısızlıktan bir yıl öncesi için kurulan doğrusal diskriminant modeli hem başarılı ve başarısız işletmeleri %100 oranında doğru tahmin etmiştir.

Başarısızlıktan İki Yıl Öncesine İlişkin Tahminleme Modeli

Finansal başarısızlıktan iki yıl öncesine ilişkin veriler kullanılarak geliştirilen diskriminant modeli aşağıdaki gibidir:

$$Z = -16.988 + 16.394X_1 + 0.202X_{11}$$

Bu modelde yer alan X_1 ve X_{11} finansal oranları şunlardır;

X_1 Cari Oran (Dönen Varlıklar / KVK)
 X_{11} : Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Net Satışlar / Ort. Net Çalışma Sermayesi).

Başarısızlıktan iki yıl öncesine ilişkin olarak kurulan modelde kritik değer (Z^*) 0 olarak hesaplanmıştır.

Modelin uygulamasında her işletme için hesaplanan Z değeri, kritik değer olan Z^* 'dan küçük ise işletmenin finansal açıdan başarısız olduğuna, Z değeri, Z^* 'dan büyük ise işletmenin finansal açıdan başarılı olduğuna karar verilir.

Başarısızlıktan iki yıl öncesi için kurulan doğrusal diskriminant modeli birinci modelde de olduğu gibi hem başarılı ve başarısız işletmeleri %100 oranında doğru tahmin etmiştir.

Başarısızlıktan Üç Yıl Öncesine İlişkin Tahminleme Modeli

Finansal başarısızlıktan üç yıl öncesine ilişkin veriler kullanılarak geliştirilen diskriminant modeli aşağıdaki gibidir:

$$Z = - 0.805 + 2.658X_{11} - 59.864X_7$$

Bu modelde yer alan X_{11} ve X_7 finansal oranları şunlardır;

X_{11} : Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Net Satışlar / Ort. Net Çalışma Sermayesi).

X_7 : KVK / Pasif Toplamı

Başarısızlıktan üç yıl öncesine ilişkin olarak kurulan modelde kritik değer (Z^*) 0 olarak hesaplanmıştır.

Modelin uygulamasında her işletme için hesaplanan Z değeri, kritik değer olan Z^* 'dan küçük ise işletmenin finansal açıdan başarısız olduğuna, Z değeri, Z^* 'dan büyük ise işletmenin finansal açıdan başarılı olduğuna karar verilir.

Başarısızlıktan üç yıl öncesi için kurulan doğrusal diskriminant modeli hem birinci hem de ikinci modelde de olduğu gibi hem başarılı ve başarısız işletmeleri %100 oranında doğru tahmin etmiştir.

TANSAŞ – MİGROS BİRLEŞMESİ

Doğrusal diskriminant analizi ile yukarıda yapmış olduğumuz uygulamada da görüldüğü gibi tüm finansal başarısızlık tahminleme modelleri temelde rasyo analizine dayanmaktadır. Bu nedenle bu bölümde Tansaş – Migros birleşmesinin nedenleri açıklandıktan sonra birleşme öncesi ve birleşme sonrasına ilişkin rasyo analizi yapılacaktır.

Tansaş – Migros Birleşmesinin Nedenleri

Bugün toplam pazar büyüklüğü 60 milyar dolara ulaşan perakende sektörünün yıldızı son yıllarda yabancı şirketlerin ilgisi ile iyice parlamaya başlamıştır. Sektöre yabancı yatırımcıların girmesi ile pazarda rekabet daha da artarken, bu rekabet ortamı yeni satın almaları ve birleşmeleri gündeme getirmiştir.¹⁶

Perakende sektöründe konsolidasyon rüzgarlarının estiği 2004 yılında gözler, Gima ve Tansaş'a çevrilmişti. Çünkü her ikisi de tarihi eski, Türkiye'de marka bilinirliği olan, ancak bağlı olduğu gruplar tarafından

¹⁶ Sevgi SAYAR, "Migros Uluslararası Devlerle Rekabette Avantaj Elde Ediyor", <http://www.finansforum.com.tr/>, (25.04.2009).

da uygun talipler olursa satılacağı duyurulan zincirlerdi. Gima tam Migros ile anlaşmak üzereyken son anda CarrefourSA' ile birleşmiştir. Bu birleşme ile pazar liderliği tartışmalı hale gelmiş ve tüm gözler Tansaş'a çevrilmiştir. Çünkü lideri tartışmasız kılacak tek operasyon Tansaş'ın satışı olacaktır. Nitekim Migros'ta Tansaş ile birleşerek sektördeki liderliğini perçinlemiştir.¹⁷

Tansaş'la kıyaslayınca Migros belirli bir gelir grubuna hitap ederken, Tansaş çeşitli gelir gruplarında ve daha fazla müşteriye hitap etmektedir. Buna rağmen Migros'un satış gelirleri oldukça iyi olduğu söylenebilmektedir. Migros Tansaş'ı bünyesine katarak öncelikle müşteri portföyünü genişletmeyi dolayısıyla satış gelirlerini arttırmayı amaçlamıştır. Nitekim Migros bu birleşmeyi takiben 2013 yılında hedeflediği satış hacmine 2006 yılında ulaşmayı hedeflemektedir.

Ayrıca Migros bu birleşmeyle satın alma, stok, lojistik, depolama, dağıtım, sabit kıymetler ve bilgi teknolojileri gibi maliyet kalemlerinde önemli tasarruflar sağlamayı da hedeflemiştir. Migros'un yurt içi ve yurt dışı toplam net satış alanı Tansaş ile birlikte toplam 616.186 m² ve 783 mağazaya ulaşmıştır. Koç Topluluğu, satın almayı takiben perakendecilik sektöründeki tüm faaliyetlerini Migros çatısı altında birleştirmeye karar vermiştir. Birleşme çalışmasının 1 Temmuz 2006 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır.

Tansaş açısından birleşme nedenlerine bakıldığında ise; Tansaş sektöre yabancı yatırımcıların girmesiyle beraberinde artan rekabet ortamından olumsuz etkilenmiş ve yıllar itibarıyla maliyetlerini kontrol edememesinden dolayı, karlılığında azalmalar meydana gelerek 1997 yılından itibaren üst üste zarar etmeye başlamış ve piyasadaki rekabet gücünü büyük ölçüde kaybetmiştir. Tansaş; kaybettiği rekabet gücünü yeniden kazanmak, mali ve operasyonel açıdan daha etkin bir yönetime sahip olmak, satın alma, lojistik, depolama, dağıtım, sabit kıymetler ve bilgi teknolojileri gibi maliyet kalemlerinde tasarruf sağlamak amacıyla birleşmeyi tercih etmiştir. Bu sayede elde edilecek verimlilik artışı ile Tansaş'ın pazardaki rekabet gücü artacak ve müşterilere daha uygun fiyatlarla mal ve hizmet sunma imkanı doğacaktır.

Tansaş ve Migros'un Rasyo Analizi

Tansaş ve Migros'un birleşme öncesi ve birleşme sonrasına ait bilançolardan elde edilen rasyoları aşağıdaki gibidir:

¹⁷ Sabah Gazetesi. "Tansaş 20, Gima 49'unda Devlerle Evlendi", 07.12.2005, <http://arsiv.sabah.com.tr/2005/12/07/gda175.html>, (25.04.2009).

Tablo 3: Tansaş ve Migros'un Birleşme Öncesi ve Birleşme Sonrası Rasyoları

RASYOLAR	BİRLEŞME ÖNCESİ				BİRLEŞME SONRASI
	TANSAŞ		MİGROS		MİGROS
	2004	2005	2004	2005	2006
LİKİDİTE ORANLARI					
Cari Oran	0,68	0,82	1,11	0,83	0,84
Likidite Oranı	0,43	0,58	0,8	0,53	0,54
Nakit Oranı	0,39	0,48	0,39	0,36	0,33
FİNANSAL YAPI ORANLARI					
Finansal Kaldıraç Oranı	0,57	0,6	0,5	0,67	0,66
Özsermaye Oranı	0,43	0,4	0,5	0,3	0,34
Finansman Oranı	0,76	0,67	0,99	0,45	0,51
KVYK / Pasif Toplamı	0,53	0,58	0,36	0,38	0,40
UVYK / Pasif Toplamı	0,03	0,02	0,14	0,29	0,26
MDV(Net) / Özkaynaklar	0,88	0,79	1,03	1,32	1,17
FAALİYET ORANLARI					
Stok Devir Hızı Oranı	13,19	12,92	11,92	7,69	7
Alacakların Devir Hızı Oranı	772,06	1281,90	18,11	81,68	59,42
Alacakların Ortalama Tahsilat Süresi	0,47	0,28	19,88	4,41	6,06
Hazır Değerler Devir Hızı Oranı	11,46	8,73	12,33	8,48	8,6
Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı	-13,98	-23,53	42,08	-18,1	-17,61
KARLILIK ORANLARI					
Brüt Kar / Net Satışlar	0,23	0,24	0,22	0,24	0,26
Faaliyet Karı / Net Satışlar	0	0,04	0,04	0,04	0,04
Net Kar / Net Satışlar	0	0,01	0,03	0,03	0,02
Net Kar / Özsermaye	0	0,07	0,11	0,1	0,06
Net Kar / Toplam Varlıklar	0	0,03	0,06	0,03	0,02
Hisse Başına Kazanç (TL)	-0,153	0,0445	0,54	0,54	0,34

Birleşme Öncesi Analizi

Bu bölümde Tansaş ve Migros'un birleşme öncesi 2004 ve 2005 yıllarına ait rasyoları incelenmiştir. Tansaş'ın birleşmenin hemen öncesindeki rasyolarına baktığımızda 2004 ve 2005 yılı likidite rasyolarının standartlardan daha düşük değerde olduğunu görmekteyiz. Cari oranın normalde 1,5 – 2 arasında olması gerekirken şirketin cari oranı 2004 yılında 0,68, 2005 yılında ise 0,82 olarak gerçekleşmiş ve bir artış göstermiştir. Bu artış bir önceki yıla göre dönen varlıklardaki yaklaşık %50 artışa karşın kısa vadeli yükümlülüklerdeki artışın %25'lerde kalmasına bağlanabilir. Ayrıca cari oranın 1'den düşük olması şirketin K.V borçlarının dönen varlıklarından büyük olduğunu gösterir ki bu da şirketin çalışma sermayesinin yeterli olmadığı anlamına gelir. Çalışma sermayesi yeterli olmayan bir şirket borçlarını ödemekte güçlük çekecek aynı zamanda kredi bulmakta da zorlanacaktır. Şirketin likidite oranı da standartların altındadır. Likidite oranı 2004 yılında 0,43, 2005 yılında 0,58 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın 1'den küçük olması şirketin kısa vadeli borç ödemesinde stoklara bağımlı olduğunu göstermektedir. Nitekim 2005 yılında 2004 yılına göre stoklarda %18.94'lük bir artış meydana gelmiştir. Nakit oranlarına baktığımızda ise 2004 ve 2005 oranlarının standartlara uygun hatta standartların üstünde olduğunu görmekteyiz. Nakit oranının %20'den küçük olması istenmemektedir. Bu durumda Tansaş'ın nakit sıkıntısı yaşamadığını hatta fazla nakit bulundurduğunu söyleyebiliriz. Özetle Tansaş'ın 2005 likidite oranlarında 2004 yılına göre genel bir iyileşme meydana gelmiştir.

Migros'un birleşme öncesi likidite rasyolarını değerlendirdiğimizde cari oranın hem 2004 hem de 2005 yılı için standartların altında olduğunu söyleyebiliriz. 2004 yılı için bu oranın 1,11 2005 yılı için ise 0,83 olduğunu görmekteyiz. 2004 yılında dönen varlıklar kısa vadeli yabancı kaynakları karşılayabiliyorken 2005 yılında karşılayamamaktadır. İşletmenin 2005 yılında net çalışma sermayesi yoktur. Bu durum kısa vadeli yükümlülüklerdeki artışın dönen varlıklarda ortaya çıkan artıştan yaklaşık %40 fazla olmasına bağlanabilir. Likidite oranı ise 2004 yılında Tansaş'tan daha yüksektir. Bu oran 2005 yılında aynı seviyeye gelerek bir düşüş kaydetmiştir ve standartların altındadır. Dolayısıyla Migros'unda kısa vadeli borç ödemelerinde stoklara bağımlı olduğunu, nakit oranlarında ise Tansaş gibi standartların üstünde olduğundan Migros'unda nakit sıkıntısı çekmediğini söyleyebiliriz. Kısaca Tansaş'ın aksine Migros'un likidite oranlarında genel bir düşüş gerçekleştiğini ve bu düşüşte Migros'un duran varlıklara yaptığı yatırımlarında payı olduğunu ifade edebiliriz.

Tansaş'ın finansal yapı rasyoları incelendiğinde 2004 yılında şirketin finansal yapısının %57'sinin yabancı kaynaklar ve %43'ünün özkaynaklardan oluştuğunu görmekteyiz. Batı ülkelerinde finansal yapı içinde yabancı kaynakların oranının %50'yi geçmesi bir tehlike belirtisi olarak görülürken, ülkemiz için bu oran %60'a kadar normal sayılmaktadır. Dolayısıyla Tansaş'ın finansal yapısının 2004 yılında normal sayılabilecekken 2005 yılında sınırlara dayandığını görmekteyiz. Tansaş'ın finansal yapısı içindeki yabancı kaynaklarının oranını azaltmaması ileride mali açıdan güçlüklerle karşılaşma olasılığını artıracaktır. Bu durum finansman oranıyla da doğrulanmaktadır. Normalde bu oranın en az 1 olması istenirken 2004 yılında 0,76, 2005'te ise 0,87 olduğunu görmekteyiz. Ayrıca toplam varlıkların 2004 yılında %53'ü 2005 yılında ise %58'i kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmiştir. Normalde bu oranın en fazla %30 olması kabul edilebilir. Özetle Tansaş'ın finansal yapısının sağlıklı olmadığını söyleyebiliriz.

Migros'un finansal yapısını değerlendirecek, 2004 yılında şirketin finansal yapısının %50'si yabancı kaynaklar ve %50'si özkaynaklardan oluşmaktadır. Buna göre Migros'un oldukça ideal bir finansal yapısının olduğunu söyleyebiliriz. Ancak 2005 yılında bu yapı normal sayılabilecek sınırları da aşmıştır. Finansal yapı içindeki yabancı kaynak oranı %50'den %67'ye çıkmış, özsermaye oranı ise %50'den %30'a düşmüştür. Dolayısıyla işletmenin riskliliği oldukça artmıştır. Finansman oranına baktığımızda bu oranın en az 1 olması normal kabul edilmektedir. Bu oran 2004 yılı için standartlara uygunken 2005 yılında ciddi bir düşüş olmuştur. Özetle, Migros'un finansal yapısının 2004 yılında Tansaş'tan çok daha iyi iken 2005 yılında Tansaş'tan daha da riskli hale geldiğini, bu durumun Migros'un yatırımlarını özkaynaklardan ziyade yabancı kaynaklarla finanse etmesinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Nitekim Migros, 10 Kasım 2005 tarihinde Tansaş hisselerinin %64,25'ini satın almış ve bu alımın finansmanında kullanılmak üzere T. Garanti Bankası A.Ş' den 50 milyon USD ve Sociate Generale (S.A)'dan 80 milyon Euro tutarında ilk yıl geri ödemesiz 5 yıl vadeli kredi kullanmıştır.

Tansaş'ın faaliyet oranlarına bakıldığında, 2004 ve 2005 yıllarında stoklarını yılda yaklaşık 13 kez devrettiğini, hazır değer devir hızının 2004 yılına göre 2005 yılında azaldığını ve işletmenin net çalışma sermayesi olmamakla beraber, net çalışma sermayesi devir hızının eksilerde olmasına rağmen neredeyse 2 kat azaldığını söyleyebiliriz.

Migros'un faaliyet oranlarına bakıldığında ise 2004 yılında stoklarını ve hazır değerlerini yaklaşık 12 kez devrettiğini, 2005 yılında ise bir azalma göstererek 8 kez devretmiş olduğunu görmekteyiz. Net çalışma sermayesi devir hızının ise 2004 yılında son derece iyi iken 2005 yılında, yaklaşık olarak diğer rasyolarda da olduğu gibi ciddi düşüş kaydettiğini ve net çalışma sermayesinin verimliliğinin oldukça azaldığını söyleyebiliriz.

2004 ve 2005 yılı karlılık oranları karşılaştırıldığında Tansaş'ın 2004 yılı oranlarının oldukça kötü olduğunu söyleyebiliriz. Nitekim 2004 yılı zararlar kapatılmıştır. Tansaş 2005 yılında ise satışlarında gerçekleştirdiği %18.25'lik artışla birlikte satışların maliyeti ve faaliyet giderlerinde sağladığı iyileşme ve diğer faaliyetlerden gider ve zararlar ile finansman giderlerinde sağladığı tasarruf sonucu net satışlar üzerinden %24 brüt ve %3 net kar elde etmiştir. Bu durum Tansaş için yeni bir dönemin başlangıcını ifade etmektedir. Çünkü şirket son karını 1997 yılında elde etmiş ve sonraki her yıl zarar açıklamıştır.

Migros'un karlılık oranlarına bakıldığında ise 2004 ve 2005 yıllarında bir değişim olmayarak istikrarlı bir seyir izlemiş, net satışlar üzerinden 2004 yılında %22 brüt, %3 net kar, 2005 yılında ise %24 brüt, %3 net kar elde edilmiştir.

Tansaş ve Migros'u rasyolar itibariyle genel olarak karşılaştığımızda 2004 yılında Migros'un likidite, finansal yapı, faaliyet ve karlılık oranları açısından Tansaş'a göre oldukça üstün olduğunu görmekteyiz. Nitekim Tansaş 2004 yılını zararlar kapatmıştır. Ancak 2005 yılı itibariyle değerlendirdiğimizde Migros'un genel olarak karlılık oranları hariç tüm oranlarında ciddi düşüşler gerçekleşmiştir. Hatta finansal yapısı değerlendirildiğinde Tansaş'tan daha riskli bir yapıya dönüştüğünü söylememiz mümkündür. Ancak bu durum Migros'un Tansaş hisselerinin satın alımını özkaynaklardan ziyade yabancı kaynaklarla finanse etmesinden kaynaklanmaktadır. Yine de bu riskli yapıya rağmen Migros 2005 yılını da karla kapatmış hatta karlılık oranları da neredeyse aynı kalmıştır.

Birleşme Sonrası Analizi

Migros, 10 Kasım 2005 tarihinde Tansaş hisselerinin %64,25'ini 476.080 milyon TL karşılığı satın almıştır. Migros Tansaş'ın hisselerinin satın alın alımının finansmanında kullanılmak üzere T. Garanti Bankası A.Ş' den 50 milyon USD ve Sociate Generale (S.A)' dan 80 milyon Euro tutarında ilk yıl geri ödemesiz 5 yıl vadeli kredi kullanmıştır.

Tansaş'ın 31 Aralık 2005 tarihi itibariyle mevcut aktif ve pasiflerinin bir kül halinde Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 37-39. maddeleri ile Türk Ticaret Kanunu'nun 451 ve diğer ilgili maddeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatı çerçevesinde Migros tarafından devir alınması suretiyle gerçekleşen birleşme için 23 Mayıs 2006 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınmış ve Migros ve Tansaş'ın, 26 Haziran 2006 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul Toplantılarında yukarıda belirtilen hükümler ve 1 Temmuz 2006 tarihi itibariyle Migros ve Tansaş birleşmesi gerçekleştirilmiştir. Alınan birleşme kararı ile Tansaş 30 Haziran 2006 tarihi itibariyle infisah olmuştur.

Migros'un 158.355.000,00 TL olan çıkarılmış sermayesi, birleşme dolayısıyla 17.911.000,87 TL artışla 176.266.000,87 TL'ye çıkarılmıştır. Artırılan bu sermaye, Migros'un mevcut ortaklarının yeni pay alma haklarının kısıtlanması suretiyle ve Tansaş'tan devralınan özvarlıklar itibari ile karşılanmıştır ve 1 Ağustos 2006 tarihi itibariyle tescil edilmiştir. Sermaye artırımını sonrası Koç Holding'in Şirket'teki pay oranı %51,06'dan %50,83'e azalmıştır. Her bir Tansaş payı karşılığında 0,1569 adet Migros payı verilmesi suretiyle yapılan Tansaş'ın Migros dışındaki pay sahiplerinin mevcut paylarının değişim işlemleri 3 Ağustos 2006 tarihinde başlamış olup aynı tarihte Tansaş'ın İMKB'deki işlem sırası kapatılmıştır.

Birleşme sonrası Migros'un 0,84 olan cari oranının birleşme öncesi Tansaş'ın 2004 ve 2005 oranlarından büyük olmakla beraber Migros'un birleşme öncesi cari oranı ile aynı seyri izlediğini görmekteyiz. Cari oranın 1'den düşük olması şirketin K.V borçlarının dönen varlıklarından büyük olduğunu gösterir ki bu da şirketin kısa vadeli borçlarının bir kısmını ödemedede güçlük çekebileceğini göstermektedir.

Likidite oranına bakıldığından yine birleşme öncesi Tansaş'ın oranlarından büyük ve Migros'la aynı seviyede kaldığını söyleyebiliriz. Bu durum şirketin kısa vadeli borçların ödenmesinde stoklara bağımlılığının devam ettiğini göstermektedir. Nakit oranı ile ilgili olarak, geçmişle aynı seyri izlediği ve standartların üstünde olup şirketin nakit sıkıntısı olmadığını söyleyebiliriz.

Birleşme sonrası finansal yapı rasyolarına bakıldığında, şirketin finansal yapısının birleşme öncesiyle aynı kaldığını %66'sının yabancı kaynaklar ve %34'ünün özkaynaklardan oluştuğunu görmekteyiz. Finansal yapı içinde yabancı kaynakların oranının fazla olmasının nedeni Migros'un Tansaş hisselerini satın alırken kullanmış olduğu ilk yıl geri ödemesiz 5 yıl vadeli kredidir. Dolayısıyla finansal yapısı içindeki yabancı kaynaklarının oranı kredinin geri ödemesi yapıldıkça azalma eğilimi gösterecektir. Şirketin toplam borçlarının 2005 yılsonuna göre %14,5 oranında artış göstererek 1,8 milyar TL' ye ulaştığı ve vade yapısının kısalarak toplam tutarın %61,5'inin kısa vadeli olarak gerçekleştiği görülmektedir. Buna karşın finansal borçların toplam içindeki payı %45 olarak aynı kalmış ve 825,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yaklaşık 160 milyon TL düzeyindeki kısa vadeli finansal borçların %95'i uzun vadeli kredilerin kısa vadeli taksitleri olup, hemen hemen tamamı değişken faizli kredidir.

Uzun vadeli finansal kredilerin %92'si Ekim 2007 - Ekim 2010 yılları arasında azalan taksitlerle ödenecektir. Borçlarda yaşanan artışa karşın 2005 yılsonu ile kıyaslandığında borçluluk oranının %222'den %198'ye gerilediği, kaldıraç oranının da %66 ile aynı düzeyde kaldığı görülmektedir. Bunun dışında finansman oranının da en az 1 olması normal kabul edilirken 0.51 olduğunu ve toplam varlıklarının %40'ının kısa vadeli, %26'sının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini dolayısıyla standartların üstünde ve riskli olduğunu söyleyebiliriz.

Faaliyet oranlarına bakıldığında, şirketin alacak devir süresinin kışalmasına karşın stok devir süresinde küçük bir artış gözlemlenmektedir. Şirketin kısa vadeli ticari alacakları 2005/12 dönemine göre %59 oranında artış göstermiş ve 52,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Çeyrek dönemler olarak yıllık bazda ele alındığında satış gelirlerindeki %48 oranındaki büyüme dikkate alındığında ticari alacaklardaki artış oranı normal karşılanabilir. Nitekim alacak tahsil süresi 2005 yılı sonuna göre önemli bir değişme göstermemiş hatta ufak bir artış göstermiştir. Özetle Migros, stoklarını yılda 7 kez, alacaklarını ise yılda 58 kez devrettiğini ve alacaklarının yaklaşık 6 günde bir tahsil ettiğini dolayısıyla alacaklarındaki artışa rağmen alacak tahsilinde sıkıntı çekmediğini görmekteyiz. Hazır değer devir hızı ile ilgili olarak ise birleşme öncesi hem Migros hem de Tansaş'la aynı düzeyde kaldığı görülmektedir.

Son olarak karlılık oranlarının birleşme öncesiyle aynı düzeyde kaldığı, net satışlar üzerinden %26 brüt, %2 net kar elde edildiği gözlemlenmektedir. Net satış gelirlerinde 2005 yılına göre yaşanan %71 oranında artış ile birlikte satış maliyet marjının %77'den %74'e düşmesi şirketin brüt satış karında %92 oranında önemli bir artış yaşanmasına neden olmuştur. Gelirlerdeki artışın büyük kısmı Tansaş'ın gelirlerinin de konsolide edilmesinden kaynaklanırken yurt dışı gelirlerinde de %31'e yaklaşan bir artış elde edilmiştir.

Faaliyet gider marjı %20 ile 2005 yılına göre değişmezken, şirket diğer faaliyetlerinden net 106,8 milyon TL kar elde etmiştir. Diğer faaliyet gelirlerindeki artış kur farkı geliri, mevduat faiz geliri ve vadeli satış faiz geliri kalemlerinde yaşanan olumlu büyümeden kaynaklanmıştır. Gerek satışlarındaki artış gerekse maliyet marjlarındaki azalışa bağlı olarak 2006 yılının ilk 9 aylık dönemini 59,2 milyon TL net kar ile kapatan şirket 2005 yılının aynı dönemine göre %70 büyüme sağlamıştır.

Özetle tüm oranlar itibariyle genel yapı incelendiğinde birleşme öncesi Tansaş'ın genel yapısından daha iyi bir yapıya ve Migros'un finansal oranlarıyla aynı çizgiye ulaşıldığını ve 2006 yılı bilançosuna göre birleşmenin her iki işletme açısından da oldukça olumlu olduğunu söyleyebilmekteyiz.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüzde, dünya ekonomisinin gittikçe artan bir hızla globalleşmesi sonucunda bölgesel pazarlar arasındaki sınırlar kalkmakta ve tüm dünya tek bir piyasa olma yolunda hızla ilerlemektedir. Bu gelişmenin ekonomi ve günümüz ekonomik yapısının temel taşları olan işletmeler üzerinde pek çok etkisi mevcuttur. Bu etkilerden en önemlisi ise artan rekabettir.

İşletmelerin temel amacı, varlıklarını korumak, varlıklarına yönelebilecek tehlikeleri diğer bir deyişle, riski en düşük düzeye indirmek, büyüme hızlarını en yüksek düzeye çıkarmak, bağımsızlığını koruyabilmek ve büyümenin gerektirdiği finansman gereksinimini kısmen de olsa karşılayabilmek için yeterli ölçüde kar sağlamaktır. Bu amacı genel bir şekilde ifade edersek, amaç, işletmenin piyasa değerini maksimize etmektir.

İşletmelerin bu artan rekabet ortamında varlıklarını sürdürebilmeleri ve başarılı olabilmeleri için rekabet üstünlüğü sağlayacak güçlere sahip olmalıdır. Bu artan rekabet ortamında birtakım iç ve dış nedenler sebebiyle başarılı olamayan işletmeler bazı finansal sorunlarla karşılaşmakta ve bu sorunların üstesinden gelememeleri durumunda başarısız olmakta hatta iflasa sürüklenmektedirler. Dolayısıyla işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için finansal başarısızlıkların önceden tahminlenmesi ve gerekli önlemlerin zamanında alınması gerekmektedir.

İşletmeler, finansal başarısızlık tahminleme modellerini kullanarak finansal başarısızlıkla karşılaşma olasılıklarını ve finansal başarısızlığı öngördükten sonra alınabilecek finansal yapıyı güçlendirici önlemleri araştırmalı ve kendisine en uygun önlem veya önlemleri almalıdır. Alınabilecek çok sayıda önlemlerden en önemlilerinden biri de şirket birleşmeleridir.

Özellikle son yıllarda finansal yapıyı güçlendirici bir önlem olarak şirket birleşmeleri hareketlerinde olağanüstü bir artış gözlenmektedir.

Türkiye’de son 5-6 yıllık bir dönemde yerli işletmeler ile yabancılar arasında gerçekleşen birleşme ve devralmalara baktığımızda, daha çok ülkenin temel endüstrilerinde söz sahibi holdinglerin ve bunlara bağlı çeşitli işletmelerin bu yapılanmalarda yabancı yatırımcı için cazip olduğu görülmektedir. Temelde devralmalar, bunu izleyen grupta da ortak girişimler yer almaktadır. Birleşmeler ancak dış pazarlarda konumlanmış işletmelerin Türkiye’de temsilcilik, ortaklık ya da ithalat satış yolu ile yaptığı işler nedeni ile pazarı etkilemektedir. Burada bu yeni yapılanmaların kısa ve uzun dönem başarısı düşünüldüğünde, oluşumlarda seçilen Türk işletmelerin büyüklüğü, insangücü ve teknolojiye her an yapmakta olduğu yatırımları, pazarda yıllardır geliştirmiş oldukları olumlu imajları ve markalı ürünlerde yarattıkları müşteri bağlılığı, yabancı işletmeler için cazip olmuştur ve başarı içinde temel kriterleri yerine getirmektedir. Bunun ötesinde bu yeni oluşumlar genelde “aynı” alanlarda çalışan işletmeler arasında gerçekleşmiş ya da yatay biçimde olmuştur. Bu da başarının hızını arttırıcı bir faktördür. Sabancı Grubu, Koç Grubu, Eczacıbaşı Grubu, Anadolu Endüstri Holding ve Borusan Grubu gibi finansal, teknolojik ve yönetsel olarak güçlü holdinglerin birleşme devralmalarında bulunmaları, bu grupların birden çok oluşumda yer alarak bu konuda deneyimli olduklarını da kanıtlamaları, yeni yapılanmaların Türkiye’deki çeşitli sanayi dallarında başarıyı hızla yakalayacaklarının bir başka kanıtıdır.

Özetle, 1997 yılından itibaren her yıl zarar açıklayan Tansaş, 10 Kasım 2005 tarihinde başlayan Migros’la birleşme sürecinin getirdiği sinerji ile yatırımcıların, büyüyen şirketin zenginleşeceği, piyasada daha çok rekabet şansı yakalayacağı ve maliyetlerin düşeceği gibi beklentilerinin de etkisiyle ilk kez 2005 yılında kar elde etmiştir. Migros ise Tansaş’ı bünyesine katarak öncelikle müşteri portföyünü genişletmiş, Tansaş’ın gelirlerinin de konsolide edilmesi ve yurt dışı gelirlerinde de %31’e yaklaşan artışla beraber satış gelirlerini yaklaşık %70 oranında arttırmıştır. Ayrıca Migros bu birleşmeyle satın alma, stok, lojistik, depolama, dağıtım, sabit kıymetler ve bilgi teknolojileri gibi maliyet kalemlerinde önemli tasarruflar sağlamayı da hedeflemiş ve 2006 yılı bilançosu itibarıyla değerlendirildiğinde ise amacına ulaşmaya başlamıştır. Gelecek yıllarda yeni yapılanma sürecinin tamamlanmasıyla birleşmenin getirdiği verimlik artışı ve sinerjinin olumlu etkilerinin Migros’un karlılığında artışlar sağlayacağına kesin gözle bakılmaktadır.

Sonuç olarak bir işletmeyi satın alırken veya başka işletmelerle birleşirken işletmelerin aşağıdaki hususlara dikkat etmesi önerilebilir:

- Satın alınacak veya birleşilecek işletme isabetli seçilmeli ve yanlış bir işletmenin seçilmemesine dikkat edilmelidir.
- Birleşme veya satın almanın işletmeye sağlayacağı yararlar ve getirebileceği riskler çok detaylı olarak ortaya konulmalı ve analiz edilmelidir.
- Birleşilecek veya satın alınacak işletmenin başarısız yöneticilerinin görev başında kalması önlenmelidir.
- Birleşmenin ana işletmenin ortaklara sağlayacağı finansal fayda ve zararlar ayrı ayrı hesaplanmalıdır.
- Birleşmenin veya satın almanın getireceği sinerjik etkiler detaylı bir şekilde ortaya konulmalıdır.
- Birleşmenin nasıl finanse edileceği iyi planlanmalıdır.
- Birleşmeye ilişkin kısa, orta ve uzun vadeli planlar, hedefler ve stratejiler belirlenmelidir.

KAYNAKLAR

- Ankara Üniversitesi İletişim Fakültesi Yayınları(ilef). (2006). "2005 Şirket Evlilikleri Yılı Oldu", <http://ilef.ankara.edu.tr/reklam/yazi.php?yad=9433>, (25.04.2009).
- AKAY, Hüseyin. (1997). *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*. Yayılım Matbaası: İstanbul.
- AKGÜÇ, Öztin. (1998). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım: İstanbul.
- AYDIN, Nurhan. (1990). *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*. TOBB Yayın No: Genel 150: Ankara.
- AYDIN, Nurhan, BAŞAR, Mehmet. & COŞKUN, Metin. (2006). *Finansal Yönetim*. Aktüel Tanıtım & Ofset Hizmetleri: Eskişehir.
- CEM, Orhan, TOPARLAK, Yüksel, EYİGÜN, Gökhan ve SERDAR, Nilgün (2007). "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Şirket Değerlemeleri", <http://www.vergiportali.com/doc/21122006BIRLESME.pdf>, (09.05.2009).
- ÇELİK, Orhan. (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Turhan Kitabevi: Ankara.
- EUGENE, Brigham F. (1996). *Finansal Yönetimin Temelleri*. Cilt:2 Çev: Prof.Dr. Özdemir Akmut, Prof. Dr. Halil Karıaslan, Ankara Üniv. Yay. No:206: Ankara.
- Koç Holding. (2005). "Gıda Perakendecilik ve Turizm Grubu", http://www.koc.com.tr/User/CompanyPresentation.aspx?LANGUAGE_CODE=TR&COMPANY_CODE=a89d30d7-a753-42e6-8399-735d00f8ed08, (22.09.2008).
- Migros. (2005), 2005 Yılı Faaliyet Raporu.
- PERNSTEINER, Helmut ve SÜMER, Haluk. (2004). *Şirket Birleşmeleri*. Alfa Basım Yayım Dağıtım: İstanbul.
- Sabah Gazetesi. (07.12.2005). "Tansaş 20, Gima 49'unda Devlerle Evlendi", <http://arsiv.sabah.com.tr/2005/12/07/gda175.html>, (25.04.2009).
- Sabancı Holding. (2007). "Carrefoursa Perakende Sektörünün Yeni Lideri Oldu", http://www.sabanci.com.tr/basinbulteni_detay.asp?ID=17, (08.09.2008).
- SAYAR, Sevgi. (2005). "Migros Uluslararası Devlerle Rekabette Avantaj Elde Ediyor", <http://www.finansalforum.com.tr/>, (25.04.2009).

Tansaş. (2005), 2005 Yılı Faaliyet Raporu.

Tesco Kipa. (2007). "Türkiye'de Bir Başarı Öyküsü: Kipa", <http://www.kipa.com.tr/Kurumsal.aspx?Cat=Cat0>, (22.09.2008).

TÜKENMEZ, Mine., SUSMUŞ, Türker., ÖZKAN, Serdar, KUTAY, Nilgün, EVRİM, Pınar, BAKLACI, F Hasan, YÜCEL, Tülay, ÖZKOL, Erdal., DURUKAN, Banu. ve YÜKÇÜ, Süleyman. (1999). *Finansal Yönetim*. Cem Ofset: İzmir.

USTA, Öcal. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık: Ankara.