

# ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN SONUÇLARI: BAŞARI VE BAŞARISIZLIK GÖSTERGELERİ, DEĞERLENDİRİLMESİ\*

**Yrd.Doç.Dr. Nevzat TETİK\*\***

**Arş.Gör. İbrahim AKSU\*\*\***

## ÖZET

Bugün birçok ülkede şirketler bir takım fırsatları, avantajları değerlendirmek ayrıca sinerji oluşturarak daha güçlü bir yapıya kavuşmak için birleşmelere yönelmektedir. Halbuki dünyada yapılan birçok araştırma bulguları incelendiğinde birleşmelerin birçoğunun başarısızlıkla sonuçlandığı bir kısmının da önceki durumunu muhafaza edemeyip yok olduğu görülmektedir.

Bu çalışmada, şirket birleşmelerinin başarı göstergelerinin neler olduğu ortaya konulmuş, sözkonusu göstergeler çerçevesinde uygulamayı daha somut yansıtmaları açısından ülkemizdeki bir birleşme analiz edilmiştir. Ayrıca şirket birleşmelerinde yaşanan başarısızlıkların nedenleri irdelenmiş, çözüm önerileri geliştirilmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket Birleşmeleri, Başarı Göstergeleri, Başarısızlık Nedenleri

## ABSTRACT

Today, companies in many countries turn towards mergers in order to get some advantages and also to achieve a stronger structure by creating synergy. However, when the results of research made around the world are examined it is seen that most of the mergers have been failed and some of them could not have kept their previous positions and have been ceased to exist.

In this study, what the success criteria of mergers are brought to light, the causes of the failure are examined in the frame of the criteria in order to reflect the implementation more concretely a merger occurred in our country is analyzed. Also causes of failure in mergers are studied and solution proposals are tried to be developed.

**Key Words:** Mergers, Success Criteria, Causes of Failure

\* Bu çalışma her iki yazarın eşit katkılarıyla yapılmıştır

\*\* İnönü Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü

\*\*\* İnönü Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü

## 1. GİRİŞ

**S**irket birleşmeleri özellikle 21. yüzyılda işletmelerin faaliyetlerini devam ettirmek veya daha güçlü bir yapıya kavuşmak için başvurdukları bir yeniden yapılanma sürecidir. Şirket birleşmelerinin bu kadar cazbeci olmasına ve çoğu şirketlerin sıcak bakmalarına karşın, son yıllarda gerçekleşen birleşmeler değerlendirildiğinde arzu edilen yeni kazanımlara ulaşılamadığı görülmektedir. Örneğin dünya genelinde 1345 şirketin 13 yıl boyunca birleşme sonuçları izlenmiş çıkan tabloda şirketlerin sadece % 60'ının değer kazandığı görülmüştür. Üstelik bu oran 2002'de % 50'lere gerilemiştir.<sup>1</sup>

Bu bağlamda çalışmada, yeni bir oluşum sonucunda işletme ve ülke kaynaklarının rasyonel kullanılması, ekonomi ve toplumun genel refah seviyesinin artırılması açısından şirket birleşmelerinin başarı ve başarısızlık göstergeleri üzerinde durulacaktır. Ayrıca ampirik olarak ülkemizde bir birleşme süreci ele alınarak birleşmenin sonuçları başarı göstergeleri çerçevesinde irdelenerek şirket birleşmelerinde aktörlerin beklentilerinin gerçekleşmesi için bir takım öneriler geliştirilecektir.

## 2. ŞİRKETLERİN ÖZELLİKLERİNİN BİRLEŞMENİN BAŞARISI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu bölümde, şirket birleşmelerinde birleşmenin olumlu sonuçlarını yakalayabilmek için tarafların çalışma alanının büyüklüğünün rolü var mıdır? Varsa hangileridir? soruları dünya genelinde

elde edilen ampirik bulgular çerçevesinde cevaplanmaya çalışılacaktır

### 2.1. Birleşecek Şirketlerin Faaliyet Sahalarının Türü

Birleşen şirketlerin iş konularının aynı veya farklı olmasının önemi üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Tüm uygulamaların ortak sonucu, satın alınan firmanın satın alanın faaliyet kolunda olmasının katma değer oluşturduğu yönündedir. Ayrıca birçok sahada sesini duyuran şirketler topluluğu ile birleşmenin pek başarılı olmadığı da çıkartılan ayrı bir derstir<sup>2</sup>

### 2.2. Birleşecek Şirketlerin Boyutu

Şirket birleşmelerinde söz konusu aktörlerin büyüklüğünün, birleşmenin başarısına ne yönde etkisi olduğu hakkında ortak bir fikir oluşmamıştır.<sup>3</sup> Bununla birlikte, ele geçirilen şirket küçükse (satın alma tutarı, satın alan firmanın piyasa değerinin % 10'undan küçükse) ve ele geçirilen firma ile benzer faaliyetlerde bulunuyorsa başarı oranı % 45'e çıkmaktadır. Diğer taraftan, ele geçirilen firma büyükse ve benzer alanlarda faaliyet göstermiyorsa başarı oranının % 14'e düştüğü tarzında sonuçlara rastlanılmaktadır<sup>4</sup>

## 3. BİRLEŞME SONUÇLARININ MİKRO VE MAKRO DÜZEYDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Şirketlerin birleşmeleri yapısı itibariyle mevcut fiziksel, finansal ve entellektüel sermayenin belli hedeflere ulaşmak amacıyla tahsis edilmesidir. Dolayısıyla hangi ölçülerde hedeflere ula-

<sup>1</sup> SEÇKİN BÜYÜK Sedef, "Birleşme ve Satın Almaların Ne Kadarı Başarılı", Capital Degisi, Yıl: 11, Sayı: 2003/4, Nisan 2003, s.109

<sup>2</sup> Maquiera C., Megginson W., Nail L., "wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers", Journal of Financial Economics, 1998, s. 30

<sup>3</sup> SÜMER Haluk, PERNSTEINER Helmut, "Finansal Açından İşletme Birleşmeleri", Şirket Birleşmeleri Yazını, Alfa Yayınları İstanbul, 2003, s.302

<sup>4</sup> Üreten Aykan, ERCAN Metin Kamil, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Şubat 2000., s.34

şıldığı, sapmaların nerelerde olduğu ölçülmelidir. Başka bir ifade ile, işletme kaynaklarının yeni bir oluşuma kaydırılması başarılı olup olmadığının test edilip gerektiğinde önlemlerin alınması rasyonel hareketin yanında modern işletmeciliğin temel işlevidir.

### 3.1. Birleşmelerin Mikro Düzeyde Şirketler Açısından Sonuçların Değerlendirilme Yöntemleri

Birleşme hangi amaç için olursa olsun arzu edilen sonuçlara ulaşıp ulaşılmadığının ölçümünde başarı veya başarısızlık kararı hemen verilmemelidir. Sağlıklı sonuçlar vermesi açısından, asgari üç yıllık bir sürecin geçmesi gerektiği konusunda uzmanların görüş birliği bulunmaktadır.<sup>5</sup>

Uygulamada sıkça kullanılan iki temel başarı göstergesi yöntemi bulunmaktadır. Bunlar<sup>6</sup>:

- 1- Muhasebe Verilerinin Kullanılması Yöntemi: Bu yöntem bilanço verileri kullanarak birleşme öncesi ve sonrası karlılığı karşılaştırır
- 2- Hisse Senetlerinin Kazandırma Gücü Yöntemi: Birleşmenin ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkisini ölçmede kullanılır

Şirket birleşmelerindeki başarı ölçümü farklı kriterlere göre ayrı ayrı yapılmalıdır. Şöyle ki, maliyetleri azaltmak, satış gelirlerini artırmak, hisse değerini yükseltmek, pazar payını artırmak, teknolojiyi kullanmak, bilgi transferi yapmak en önemli birleşme nedenleri olmakla birlikte, bu hedefleri sağlamaya yönelik kriterler kendi aralarında çelişebilmektedir. Örneğin birleşme amacı şirketin pazar payının artırılması

olan bir durumda artan pazar payına karşın şirketin karlılığı azalabilir. Benzer şekilde satış gelirlerinin artmasına karşın şirketin hisse değeri düşebilir. Bu nedenle aşağıda kısaca açıklanacak olan söz konusu performans değerlendirme yöntemlerinin birlikte kullanılarak optimal bileşiminin sağlanması daha rasyonel ve sağlıklı sonuçlara götürecektir.<sup>7</sup>

#### 3.1.1. Muhasebe Verilerinin Kullanılması Yöntemi

Bu yöntemin özelliği finansal tablolardaki veriler yardımıyla rasyo analizi yapılarak işletmenin finansal yapısının analiz edilmesidir. Bu amaçla tek değişkenli ve çok değişkenli analizler yapılabilir.

Tek değişkenli analizlerde net kar / aktif toplam, nakit akımı / aktif toplam, hisse başına kar gibi değişkenler kullanılarak faaliyet özellikleri ve kazanç gücü potansiyeli değerlendirilir. Çok değişkenli analizlerde ise kar payları, kar payı büyüme oranları, kazançlar, işletme büyüklüğü, hisse senedi fiyatları gibi birden çok finansal değişken optimal bir noktada birleştirilebilir.

Analiz sonuçlarının daha sağlıklı olması açısından, söz konusu işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki ortalamaların veya standartların elde edilen işletme rasyolarıyla karşılaştırılması faydalı olacaktır.

#### 3.1.2. Hisse Senetlerinin Kazandırma Gücü Yöntemi

Yöntemde birleşmenin hisse senetlerine olan etkisi analiz edilir. Bu tekniğin varsayımı, hisse senedi fiyatlarının birleşme ile arzu edilen sinerjiyi kazandıracığı görüşüdür. Bununla birlikte

<sup>5</sup> Copeland T., Koller E., Murrin J., "Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey Company, Inc., 1996, s.433

<sup>6</sup> Sümer ve Pernsteiner, a.g.e., s.298

<sup>7</sup> Sümer ve Pernsteiner, a.g.e., s.334

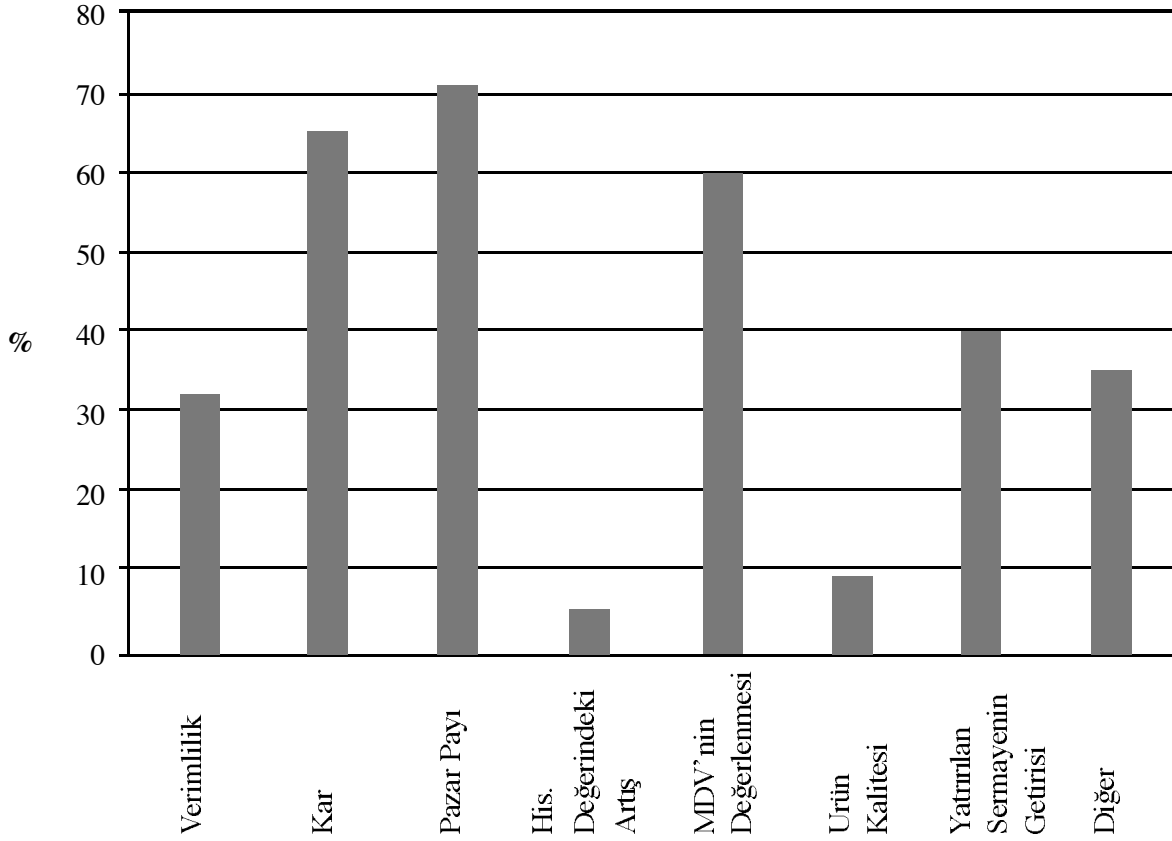
bu metot bazı varsayımlar ışığında örneğin menkul kıymetler borsasında aktif oyuncuların tümünün ilgili hisse senedinin fiyatına etki edebilecek tüm faktörlerden haberdar olmaları koşuluyla etkili bir analiz imkanı sağlar. Diğer bir ifade ile ön koşul piyasa oyuncularının asimetrik olmayan bilgi akışıyla sermaye piyasalarında hareket etmeleridir.

Söz konusu varsayımlar ve önkoşullar altında, birleşme sürecinin ilk aşamasından sonuçlanmasına kadar geçen zaman aralığı ve birleşme sonrası kısa ve uzun dönemleri kapsayacak şekilde her iki işletmenin hisse senetlerinin anormal getirileri hesaplanır. Bu hesaplamada aşağıdaki süreç izlenir:

- 1- İşletme hisse senedi fiyatlarının, hisse senedi piyasa endeksi ile regresyona tabi tutularak günlük beklenen hisse senedi fiyatları hesaplanır.
- 2- Beklenen getiriler ile fiili getiriler arasındaki fark alınarak anormal getiriye ulaşılır
- 3- Günlük anormal getirilerden hareket edilerek kümülatif anormal getiriler hesaplanır.<sup>8</sup>

### 3.1.3. Diğer Yöntemler

Yukarıda belirtilen iki temel performans ölçümleri dışında Avrupa ülkelerinin genelinde oldukça geniş kullanımı olan belli başlı yöntemler Şekil: 1'de gösterilmiştir.<sup>9</sup>



**Şekil 1:** Avrupa'da Birleşme ve Satın Almaların Başarı Ölçümünde En Etkili Faktörler

<sup>8</sup> Diacogiannis G.P., "Financial Management", McGraw-Hill London, 1994, s.676

<sup>9</sup> Watson Wyatt, "Global Survey 2005", s.1

### 3.2. Birleşmelerin Makro Ekonomik Sonuçlarının Değerlendirme Yöntemleri

Birleşmeler şirketler açısından olduğu kadar kaynak kullanımı, fiyatlar, maliyetler, istihdam gibi genel ekonomik değişkenlerle ilgisi nedeniyle toplum ve ekonomik yapıyla da yakından bağlantılıdır

Birleşmenin makro ekonomik açıdan değerlendirilmesinde; birleşmenin karlılığı, istihdama, dış ödemeler dengesine etkisi hesaplanarak toplamı alınmaktadır<sup>10</sup>

### 4. ÜLKEMİZDE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ EĞİMLERİ VE BİR BİRLEŞME ANALİZİ

Ülkemizde son yıllarda şirket birleşmelerindeki sayısal trend Tablo: 1’de gösterilmiştir.

### 4.1. Ülkemize Yönelik Ampirik Bir Birleşme Analizi

Çalışmamızın bu bölümünde ülkemizde birleşen şirketlerin yeni yapıları itibariyle başarıları bir örnek üzerinde test edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla üçüncü bölümde değinildiği üzere birleşen şirketlerin başarılarının ölçümü açısından birleşmeden itibaren üç yıllık zamanı doldurmuş olmaları yanında analiz için gerekli temel finansal tabloların ve şirketleri tanıttıcı diğer bilgilerin varlığı zorunludur.

İMKB web sitesinden söz konusu şartları içeren çalışmamıza uygun bir örnek alınmıştır. Erciyas Biracılık yeni adıyla Anadolu Efes Anonim Şirketi’nin birleşme sonrası üç yıllık performansları tahlil edilmiştir.

**Tablo 1: 05.11.1997 – 31.12.2004 Dönemine İlişkin Rekabet Kurumuna Başvurular ve Sonuçlandırılan Dosyalar**

Birleşme	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Başvuru	8	59	77	102	81	110	113	118
Sonuçlandırma	5	52	68	100	86	103	106	122

**Kaynak:** Rekabet Kurumu, 6. Yıllık Rapor 2004, Ankara 2005, s.92

Şirket birleşmelerindeki artışa karşı birleşmelerin başarı veya başarısızlık göstergelerini içeren sağlıklı araştırma, istatistiki bilgiler henüz bulunmamakta, dolayısıyla değerlendirme yöntemlerinin türleri yanında ne ölçüde kullanıldığı tespit edilememektedir. Aşağıda ülkemizde gerçekleşen bir birleşme “muhasabe verilerinin kullanılması” yöntemiyle değerlendirilerek sonuçları irdelemiştir.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii Anonim Şirketi’nin faaliyet konusunu malt, bira, plastik ve kojenerasyon santrali vasıtasıyla enerji üretimi ve satışı oluşturmaktadır. Şirket ürettiği biranın yurt içindeki satış ve pazarlamasını Efes Pazarlama ve Dağıtım Ticaret Anonim Şirketi’ne yaptırmaktadır.

Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. “halka

<sup>10</sup> DİYARBAKIRLIOĞLU Nursel Z., “Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ankara, 1996, s.134

açık şirket” statüsünde bulunan Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (Ege Biracılık), Güney Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (Güney Biracılık) ve Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayii A.Ş. (Anadolu Biracılık)’yi devralmak suretiyle 2000 yılında birleşmiştir. Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. olan ticaret ünvanı da birleşme sonrası “Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.” olarak değiştirilmiştir.

#### 4.1.1. Birleşme Sonrası Finansal Yapı Analizi

Birleşen şirketlerin finansal performansları Muhasebe Verilerinin Kullanılması Yöntemi çerçevesinde rasyolar yardımıyla analiz edilmeye çalışılmış olup dört kategoriye ayrılmıştır:

- 1- Likidite Durumu
- 2- Mali Yapı

#### 3- Varlıkların Kullanım Etkinliği

#### 4- Karlılık Oranları

Birleşme sonuçlarını rakamsal boyutta görmek amacıyla, birleşme öncesi ve birleşme sonrası üç yıllık dönemi kapsayan bilanço ve gelir tablolarındaki verilerin kullanılmasıyla elde edilen rasyolar karşılaştırılmıştır. Ayrıca sağlıklı sonuçlar vermesi açısından sektör ortalamalarıyla mukayese edilmiştir.

#### 4.1.1.1. Likidite Durumu

Birleşme öncesi ve birleşme sonrası yıllar itibarıyla varlıkların paraya dönüşme kabiliyetlerini ortaya koyarak likidite riskini değerlendirmek, ayrıca net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını saptamak için kullanılan likidite rasyoları ve sonuçları aşağıda çıkarılmıştır

**Tablo 2: Likidite Rasyoları**

Oranlar	Formüller	Birleşme Öncesi (ERCİYAS)	Birleşme Sonrası (ANADOLU EFES)			Sektör Ort.
			1999	2000	2001	
						* 2002
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	0.88	0.96	0.55	0.72	0.95
Likidite Oranı	Dön. Varlıklar-Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar	0.72	0.67	0.39	0.57	0.65
Nakit Oranı	Dön. Varlıklar-Stoklar-Alacaklar / Kısa Vadeli Borçlar	0.12	0.03	0.07	0.13	0.17

\* Sektör ortalamaları [www.2.tcmb.gov.tr/sector/index/htm](http://www.2.tcmb.gov.tr/sector/index/htm)'den yararlanılarak düzenlenmiştir.

Birleşmeden önceki rasyoların değerleri, genel kabul görmüş ortalamaların altındadır Birleşme sonrası verilere baktığımızda sektörel ortalama yönünde yine arzu edilen sıçrama sağlanamamıştır Özellikle cari ve likidite oranları birleşme öncesi durumu aratır hale bürünmüştür.

#### 4.1.1.2. Mali Yapı

Aşağıda gösterilen mali yapı ile ilgili oranlarda borç-öz sermaye ilişkisi verilmeye çalışılarak borçlanmanın işletme bünyesindeki yeri ölçülmeye çalışılmıştır

Yukarıdaki bulgulara göre birleşmeden önce şirket çok ağır yabancı kaynak baskısı altında olup finansal riski oldukça yüksek seviyelerdedir.

**Tablo 3: Mali Yapı Rasyoları**

Oranlar	Birleşme Öncesi (ERCİYAS)	Birleşme Sonrası (ANADOLU EFES)			Sektör Ort.
		1999	2000	2001	
Borçlar / Aktif Toplamı	0.83	0.52	0.68	0.55	0.53
Özkaynaklar / Aktif Toplamı	0.16	0.47	0.31	0.44	0.47
Özkaynaklar / Toplam Borçlar	0.19	0.91	0.46	0.79	0.88
Kısa Vadeli Borçlar / Kaynak Toplamı	0.38	0.58	0.88	0.84	0.39
Uzun Vadeli Borçlar / Kaynak Toplamı	0.51	0.41	0.07	0.08	0.13
Duran Varlıklar / Özkaynaklar	4.41	1.47	2.08	1.49	1.32

Birleşmeden sonraki ilk yılda yabancı kaynak önemli miktarda azalmış, öz sermaye oldukça artmıştır Ancak sonraki yıllarda bu durum korunamamıştır

Diğer taraftan ileriki yıllarda kaynak yapısı içerisinde kısa vadeli borçların yüzdesi önemli oranda artmış olup, sektör ortalamalarını geride bırakmıştır Karlılık oranlarından da görüldüğü üzere bu durum finansman yükünü ağırlaştırarak dönem karının azalmasına hatta 2001’de dört yıllık zaman aralığındaki en düşük seviyeye inmesine neden olmuştur.

#### 4.1.1.3. Varlıkların Kullanım Etkinliği

Bu rasyolar, aktiflerin kullanımındaki etkinliği ölçer İşletmenin varlıklarını ne ölçüde etkili kullandığını ve bunların nakde dönüşüm sürelerini gösterirler.

**Tablo 4: Varlıkların Kullanım Etkinliği Rasyoları**

Oranlar	Formüller	Birleşme Öncesi (ERCİYAS)	Birleşme Sonrası (ANADOLU EFES)			Sektör Ort.
			1999	2000	2001	
Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / Ticari Alacaklar	3.09	4.38	6.67	2.91	6
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Stoklar	5.94	3.34	3.87	4.47	7
İşletme Sermayesi Devir Hızı	Net Satışlar / Dönen Varlıklar	1.72	1.83	2.11	1.67	2.1
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Net Maddi Duran Varlıklar	2.72	2.17	3.18	2.78	2.3
Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Toplam Varlıklar	2.02	0.54	0.70	0.57	0.8

Elde edilen rasyo değerlerine baktığımızda; stok devir hızında, varlık devir hızında zaman zaman toparlanmalar olsa da tekrar düşüş kaydedilmiş, sektör ortalamasının da altında kalınmıştır. Diğer bir ifade ile birleşme sonrası stokların ve toplam varlıkların kullanım etkinliğinde arzu edilen performans sağlanamamıştır.

Öte yandan alacak devir hızı, işletme sermayesi devir hızı ve maddi duran varlık devir hızlarında belli bir ivme yakalanabilmişse de rutin bir artışa ulaşamamıştır.

Diğer taraftan 2002 yılı rasyolarına bakıldığında ağırlıklı olarak sektör ortalamalarını yakalaya mamıştır.

#### 4.1.1.4. Karlılık Oranları

İşletmelerin üzerinde hassasiyetle durdukları en ciddi konuların başında “kar kavramı” gelmektedir. Acaba birleşme sonucu ulaşılan karlar yeterli ve tatminkar mıdır? Karlılık rasyoları yardımıyla bu sorular cevaplanmaya çalışılmıştır.

**Tablo 5: Karlılık Rasyoları**

Oranlar	Formüller	Birleşme Öncesi (ERCİYAS)	Birleşme Sonrası (ANADOLU EFES)			Sektör Ort.
			1999	2000	2001	
Finansal Rantabilite	Net Kar / Özsermaye	Zarar	0.16	Zarar	0.11	0.08
Net Karın Aktif Toplamına Oranı	Net Kar / Aktif Toplam	Zarar	0.07	Zarar	0.04	0.04
Brüt Satış Karı	Brüt Satış Karı / Net Satışlar	0.36	0.44	0.47	0.46	0.19
Faaliyet Karı	Faaliyet Karı / Net Satışlar	Zarar	0.16	Zarar	0.21	0.10
Net Kar Marjı	Net Kar / Net Satışlar	Zarar	0.14	Zarar	0.08	0.05



Karlılık oranlarına dikkat edilirse birleşmeden önce oldukça kötü durumda olan Erciyas Biracılık birleşme ile bazı avantajlar, fırsatlar yakalayıp karlılığını artırmayı düşünmüştür. Ancak görüldüğü üzere bazı yıllar ibre pozitif çıkırsa da küçük oranlarda olup inişli çıkışlı bir çizgi izlemiş istikrar sağlanamamıştır.

2002 yılında sektör ortalamasını yakalayabilmiş hatta kısmen aşabilmiştir. Bununla birlikte birleşmeden arzu edilen yüksek performansı sergileyememiştir.

#### 4.1.2. Finansal Yapı Analizinin Genel Bir Değerlendirilmesi

Dar kapsamda, sınırlı ve kısıtlayıcı bilgiler çerçevesinde yapabildiğimiz ampirik rasyo analizinin sonuçlarını toplu olarak değerlendirdiğimizde; birleşmenin pozitif sinerji oluşturduğunu, belli bir trendi yakalayabildiğini söyleyemeyiz.

Dolayısıyla dünyada gerçekleşen birleşmelerin büyük çoğunluğunun başarısızlıkla sonuçlanmasını göz önüne alırsak beklenmeyen bir sonuç olmadığı kanaatine varabiliriz.

### 5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN BAŞARISIZLIK NEDENLERİ ve ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Dünyada gerçekleşen şirket birleşmelerinin birleşmeden beklenen maliyet azaltımı, karlılık artırımı, pazar payı artışı gibi temel birleşme hedeflerine ulaşmadaki başarı durumlarına bakıldığında şirketlerin ancak % 30'unun arzu edilen hedeflere kavuştuğu gözlenmektedir.<sup>11</sup> Şu halde şirket birleşmelerinde belirlenen amaçlara

neden ulaşılamamaktadır? Yapılan ampirik çalışmalarda birleşen firmaların birleşmeden önce ve sonraki dönemlerde birtakım eksiklikler ve uygulama süreçlerinde yaptıkları hatalar dikkati çekmektedir.<sup>12</sup>

Bu açıdan bakıldığında şirket birleşmelerinde yaşanan başarısızlıkların nedenlerini iki grupta tasnif edebiliriz:

- 1- Birleşme öncesinden kaynaklanan yanlışlıklar ve eksiklikler
- 2- Birleşme sonrası yeni oluşumda yapılan hatalar ve eksiklikler

#### 5.1. Birleşme Öncesinden Kaynaklanan Yanlışlıklar, Eksiklikler ve Çözüm Önerileri

Birleşilecek şirketin türü, çalışma kolu, büyüklüğü önceki bölümde belirttiğimiz üzere zaman zaman bazı avantajları, fırsatları yakalayabilmekle birlikte başarının güvencesini her zaman teşkil etmemektedir.

Şu halde birleşme öncesi süreçte yapılan hataların neler olduğu ve bunlara karşı alınabilecek tedbirler ve çözüm yollarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz.

##### 5.1.1. Eksik ve Yanlış Bilgilendirme

Birleşen şirketlerin birleşme süreci farklı alanlarda eş zamanlı çabaları gerektiren çok yönlü bir süreçtir.<sup>13</sup> Bu durum birleşme süreçlerinden kimlerin, hangi yetkilerle sorumlu olacağı hakkında çekişmeye, kargaşaya yol açabilmektedir.<sup>14</sup>

<sup>11</sup> ARSLAN H.B., "Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri", Active Yönetim Dergisi, Temmuz-Ağustos 2001, s.44

<sup>12</sup> Habeck M., Kröger M. "After The Merger", Prentice Hall, Britain, 2000, s.53

<sup>13</sup> Epstein, M.J., "The drivers of Success in Post-Merger Integration", Organizational Dynamics, Vol: 33, No: 2, 2004, s. 174

<sup>14</sup> Zaheer, S., Schomaker, M., "Identify Versus Culture in Merger of Equals", European Management Journal, Vol: 21, No: 2, 2003, s. 185

Şirket birleşmeleri işletmelerin bir takım avantajlara ulaşmasında, pozitif görevdeşlik yakalamasında sadece bir araçtır Birleşmeleri tüm koşullarda sihirli değnek olarak algılamak son derece sakıncalıdır Dolayısıyla birleşme öncesi fizibilite etütlerinin ayrıntılı ve titiz bir şekilde yapılması, ütopyacılığa yol açabilecek, gerçekçi olmayan yaklaşımların sergilenmesi ilk hatayı oluşturacaktır.<sup>15</sup>

Yeni oluşuma atılan bu ilk yanlış adım birleşmelerde katlanılacak risk, beklenen kazanç ve görevdeşlik oluşumunun etkisinin belirlenmesini güçleştirmekte, yanıltıcı sonuçlara götürmektedir.

Bu bağlamda birleşme kararına yönelik fizibilite çalışmalarının uzman kişi veya kuruluşlara yaptırılması birleşmenin sağlam temellere oturması açısından son derece önemlidir

### 5.1.2. Firma Değerinin Doğru Tespit Edilmesi

Şirket birleşmelerine tahsis edilen kaynaklar uzun vadeli olup geri dönüşü güç ve pahalı, risk oranı yüksek yatırım kararlarıdır Yapılan araştırmalar şirket birleşmelerinde başarısızlığa yol açan en önemli etkenlerden birinin firma değerinin sağlıklı ve doğru hesaplanmamasından kaynaklandığına işaret etmektedir.<sup>16</sup>

Bu açıdan bakıldığında firma değerinin iyimser hayali, subjektif yaklaşımlardan uzak rasyonel kriterlere dayandırılarak tespit edilmesi zorunludur.

### 5.1.3. Birleşmenin Yanlış Finanse Edilmesi

Firma değeri ne kadar doğru tespit edilse de ödeme şeklinin isabetli seçilmemesi birleşme sonrası şirketin performansını olumsuz etkilemektedir.<sup>17</sup> Birleşmenin ödeme koşulları ve bunların finansmanında kullanılacak kaynaklar ve bu kaynakların uygun bileşimi çok önemlidir. Söz konusu tercihler; birleşmeden sonra ortaya çıkması beklenen görevdeşlik değerinin ve katlanılan riskin birleşen işletmelerin hissedarları arasında nasıl bölüştürüleceğini belirler Bununla birlikte satın alan işletmenin sermaye yapısını, yatırımcılara sağlanacak bilgileri ve satın alma işleminin kayıt düzenini, karşı taraftaki işletmenin hissedarlarını da vergi ve işlem maliyetleri açısından tesire sahiptir.<sup>18</sup>

Ödeme yönteminin en optimal ve verimli ne şekilde olacağına yönelik araştırmaların sonuçları incelendiğinde elde edilen bulgular birinci derecede nakit kullanılması, ikinci derecede hisse senedi ihraç etmek şeklinde olduğu görülmektedir.<sup>19</sup>

### 5.1.4. Mevcut Müşteri Hizmetlerinin Gözden Kaçırılması

Şirket birleşmelerinde güdülen en önemli amaçlardan birisi de potansiyel hedef müşteri kitlelerini ele geçirmektir. Ancak yoğun entegrasyon çalışmaları sırasında mevcut müşteri portföyünün de muhafaza edilmesi gereği dikkatten kaçabilmektedir. Böylelikle mevcut eski müşteri bünyesinde sarsıntılar kopmalar yaşanabilmektedir.<sup>20</sup> Halbuki yapılan araştırmalara göre yeni

<sup>15</sup> Habeck vd., a.g.e., s.9

<sup>16</sup> Levinson A., "Capturing Exclusive Value in MA", Strategic Finance, Mayıs-2002, s.37

<sup>17</sup> Hansen R., "Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions", Journal of Business, 1987, s.75

<sup>18</sup> Palepu K., Bernard V., Healy P., "Business Analysis Valuation", Ohio International Thomson Publishing, 1996, s.15

<sup>19</sup> Carty R., Millar C., "The Patterns and Management of Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: Poland, Hungary and Romania Compared", International Emerging Business Issues and Emerging Markets, Martins Press Inc., 2000, s.249

<sup>20</sup> De Camara, D. Renjen, "The Secrets of Successful Mergers: dispatches From The Frontlines", Journal of Business Stra-  
te, Vol: 25, No: 3, 2004, s. 10-14

müşteri kazanmak mevcut müşterileri tutmaktan beş kat daha zor ve pahalıdır.<sup>21</sup>

Bu açıdan bakıldığında birleşme sürecinde yaşanan sıkı çalışma temposunda kinetik müşterilerin korunması, sürekliliklerinin sağlanması ile birlikte yeni oluşuma da motive edilmesi birleşmeden beklenen amaçlara ulaşmada oldukça önemli bir paya sahiptir.

### **5.2. Birleşme Sonrası Yeni Oluşumda Yapılan Hatalar, Noksanlıklar ve Alınabilecek Tedbirler**

Şirket birleşmelerinin başarısızlıkla sonuçlanmasında en önemli etkenin birleşme sonrası izlenen süreçten kaynaklandığı ortaya çıkan bulgular arasındadır.<sup>22</sup> Şirket birleşmelerinde örgüt kültürlerine sahip ayrı örgütlerin bir araya gelmesinden kaynaklanan sorunlar hem birleşmeden beklenen faydaların sağlanmasını ve hem de daha önce ayrı olan örgütlerin birleşmesiyle oluşan grubun olağan faaliyetlerini sürdürmesini zorlaştırmaktadır. Birleşme sonrası edinilen şirketlerde performansın arttığına dair bulgular mevcuttur, ancak bu performans artışı yeni oluşan grup seviyesinde olumsuz etkilerle denkleşmektedir. Genelde birleşmenin etkilerini ölçmede kullanılacak başarı göstergelerinin belirlenmesinde zorluklar mevcuttur ve birleşmenin olmaması halinde şirketin durumunun ne olacağı sorusunu cevaplandırmak oldukça güçtür.<sup>23</sup>

Birleşme sonrası dönemde ortaya çıkan olumsuzluklar ana hatları ile şu şekilde sıralanabilir:<sup>24</sup>

- 1- Yetki ve sorumlulukların net çizgilerle belirlenmemesi nedeniyle yaşanan yetki hiyerarşisi problemi,
- 2- Ortak hedef, misyon ve vizyon eksikliği,
- 3- Strateji ve planların tutarlı oluşturulamaması,
- 4- Bilgi akışının süratli ve kapsamlı olarak sağlanamaması,
- 5- Amaçlara ulaşılamaması,
- 6- Çalışanların psikolojik olarak sürece hazırlanmaması<sup>25</sup>.

Yukarıda sayılan unsurlar irdelendiğinde problemin temel çatısını; çalışanların uyum ve ilişkilerindeki noksanlık, bunun yanında bilginin sağlanması, aktarımı ve paylaşımındaki iletişim eksikliklerinin oluşturduğunu söyleyebiliriz.

Bu çerçevede şirket birleşmelerinde, süreç öncesine katkısı olacağı da belirtilen yeni oluşumun alt yapısını tesis etmede özellikle bilgi akışının sağlanmasında önemli bir araç olarak öngörülen çözüm ERP tekniğidir.

Literatürde Enterprise Resource Planning (ERP) olarak nitelendirilen “Kurumsal Kaynak Planlaması”; işlerde ayrı ayrı ele alınan işlevleri birbirine bağlı bir şekilde, işletme amaçlarını yerine getirmek için parçalar olarak ele alır ve bundan faydalanarak işletmedeki her türlü kaynağın (işçilik, malzeme, para, makine) verimliliğini en üst düzeye ulaştırmayı amaçlar.<sup>26</sup>

<sup>21</sup> Öncel, Şeyma, “Yeni Dönemin 10 Kritik Gerçeği”, Capital, Yıl: 12, Sayı:10, Ekim-2004, s. 98

<sup>22</sup> Habeck vd., a.g.e., s.53

<sup>23</sup> Quah P., Young S., “Post Acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As”, European Management Journal, Cilt:23, No: 1, 2005, s.65

<sup>24</sup> Numerof R., Abrams M., “Integrating Corporate Culture From International MA”, HR Focus, Vol.75, No.6, s.12

<sup>25</sup> www.corporatevision.com.au

<sup>26</sup> Sümer ve Pernsteiner, a.g.e., s.343

ERP sisteminin yanında kullanılacak bir diğer araç, yeni ekonomi düzenine uygun özelliklerle insan kaynaklarını amaca yönelik harekete geçirici, motivasyon güdümlü olmasıyla birlikte denetim ve kontrol desteği de veren 1992 yılında ABD’de geliştirilen “Balanced Scorecard” modelidir.<sup>27</sup>

Performans ölçüm sistemi veya yönetim tekniği olarak da ifade edilebilen söz konusu model dört açıdan geri dönüşümlü olarak ölçüm, değerlendirme ve denetim yapmaktadır. Bunlar<sup>28</sup>:

- 1- Finansal Kriterler: yapılan yatırım üzerinden getiri, satış gelirlerindeki artış, varlıkların kullanımı.
- 2- Müşteri Başarı Kriterleri: Müşteri tatmini, müşteri devamlılığı, pazar payı.
- 3- İş Süreçleri Kriterleri: Maliyetler, kalite, tasarım.
- 4- Öğrenme ve Gelişme Açısından Kriterler: Çalışanların uyumu, memnuniyeti, iletişim işlerliği, çalışanları motive etme ve yetkilendirme.

Öte yandan şirket birleşmelerinde başarı sağlanabilmesi birleşme sonrası yapılacak olan çalışmaların hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesiyle yakından ilgilidir. Özellikle birleşme sonrası ilk yüz gün içinde yapılacak çalışmalar başarının temel belirleyicisi olmaktadır. Şirket birleşmelerinde hızlı hareket etmenin faydalarını aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür;<sup>29</sup>

- 1- Finansal açıdan geçen zamanın bir maliyeti

vardır ve birleşmenin tamamlanabilme hızı arttıkça yatırımdan beklenen faydaların gerçekleşmesi daha çabuk olacaktır.

- 2- Davranış psikolojisi açısından birleşme süresinin uzunluğu ve belirsizliğin devam etmesi birleşme sonrası çalışanların motivasyonunu en çok aşındıran unsurlardan biridir.
- 3- Örgütsel değişim bakış açısına göre önceki birleşmeler veya cari dönemde birleşen şirketlere oranla daha çabuk hareket etmek olarak hız, en uygun durumun bir alt seviyesinde daha az zaman harcayan şirketlere fayda sağlayabilir.
- 4- Birleşmenin hızlı bir biçimde gerçekleştirilmesi dış çevreden kaynaklanan belirsizliklerin azaltılmasına yardımcı olacaktır.
- 5- Son olarak birleşme hızı rekabet stratejisi açısından cazip olabilir.

## 6. SONUÇ

Sınırların kalktığı, mesafelerin kısaldığı, acımasız rekabetin yaşandığı yeni global dünya düzeninde işletmeler; bir takım avantajları, fırsatları yakalamak tek başına altından kalkamayacağı güçlükleri sinerji tesis ederek aşmak düşüncesiyle birleşme olgusuna yönelmektedir.

Tüm dünyada gerçekleşen ulusal veya uluslararası birleşme sonuçları tahlil edildiğinde ortaya çıkan tablo olumlu bir görüntü yansıtmamaktadır. Dolayısıyla sürekli nerede hata yapıldığı sorusunu gündeme getirir, sorgular hale bürünmektedir.

<sup>27</sup> Debusk G., Brown R., Killough L., “Components and Relative Weights in Utilization of Dashboard Measurement Systems Like the Balanced Scorecard”, The British Accounting Review, Volume 35, Issue 3, Eylül 2003, s.215

<sup>28</sup> Bourguignon A., Mallaret V., Norreklit H., “The American Balanced Scorecard Versus the French tableau de bord: the ideological dimension”, Management Accounting Research, Vol. 15, Issue: 2, Haziran 2004, s.118

<sup>29</sup> Angwin, D., “Speed in M&A Integration: The First 100 Days”, European Management Journal Cilt:22, No: 4, 2004, s. 419-420

Birleşen şirketlerin çok az kısmı faaliyetlerini karlı ve performansı yüksek sürdürürken çoğu birleşmeler dağılmakta yada tamamen iflas etmektedirler. İşletme ve ülke kaynaklarının israf edilmesi, verimli olmayan, katma değer oluşturmayan oluşumlara kaydırılması da toplum ve genel ekonomi refahını olumsuz yönde etkilemektedir.

Bu bağlamda, ülkemizde de son yıllarda farklı amaçlarla şirket birleşmelerine artan oranlarda gidildiği gözlenmektedir. Ancak söz konusu birleşmelerin başarı trendini, yüzdesini, performansını ortaya koyacak; özellikle bilgi, doküman eksikliği nedeniyle sağlıklı, ölçülebilir karşılaştırılabilir çalışmalara pek rastlanmamaktadır.

Şu halde yaptığımız çalışmayla dünyada yapılan ampirik çalışmalar sonucu elde edilen bulgular çerçevesinde birleşmelerin başarısızlıkla sonuçlanmasının nedenleri irdelenerek çözüm yolları aranmaya çalışılmıştır. Böylelikle ülkemiz açısından, yaşanan tecrübelerden dersler çıkartılmaya, bazı ip uçlarını yakalayarak daha sağlıklı oluşumlara ulaşılmasına ışık tutulması hedef alınmıştır.

Sonuç olarak özetlemek gerekirse; şirket birleşmelerinin çoğunun başarısızlıkla sonuçlanmasının arkasında yatan temel etmenlerin bir kısmı birleşme öncesi, bir kısmı birleşme sonrası yapılan çeşitli hatalar ve eksikliklerden kaynaklanmaktadır.

Bunları genel hatlarıyla toplu olarak sıralamak gerekirse;

- 1- Birleşme sürecinin ütopik davranış kalıplarıyla yürütülmesi, rasyonel yaklaşımlardan uzak olması,
- 2- Fizibilite etütlerinin uzman bir ekiple, geniş perspektifle, titizlikle, ayrıntılı yapılmaması,

- 3- Birleşme öncesi ve sonrası çalışan alt ve üst kademenin psikolojik olarak sürece hazırlanmaması, böylelikle beraberinde getirdiği polemikler,
- 4- Beşeri kaynakların oluşan yeni iklimde motivasyondan yoksun bırakılması, koordinasyonun sağlanamaması,
- 5- Etkin denetim ve revizyondan uzak çizgi ve yönelim izlenmesi.

Birleşmelerdeki başarısızlıkları ortadan kaldıracak en azından asgari seviyeye çekecek, iyileştirecek radikal çözüm önerileri olarak şunları söyleyebiliriz:

- 1- Yanlış başlayan yanlış bitirir felsefesi gereği birleşmenin tutarlı, sağlıklı ve verimli olması açısından profesyonel, kapsamlı analizlerin özellikle ilk karar aşamalarında hassasiyetle dikkate alınması işlerlik kazandırılması son derece lüzumludur,
- 2- Çağdaş yönetim tekniklerinden “ERP” sistem yaklaşımı ile bilgi, iletişim alt yapısının sağlam temellere oturtulması fevkalade önemlidir,
- 3- Son yıllarda sıkça kendinden söz edilen geleneksel yaklaşımın ötesinde çağdaş işletmecilik anlayışıyla uyumlu “Balanced Scorecard” modelinin yerleştirilmesi ile söz konusu modelin özellikle orijinal tarafını oluşturan; finansal performans ölçüm kriterleri ile çalışanların memnuniyeti ve motivasyonu arasında koordinasyon temin eden işlevlerinden yararlanılması noktasında fayda mülhaza ediyoruz.

Yukarıda sıraladığımız tespit, teşhis ve önerilerin hayata geçirilmesiyle yeterliliği ve başarısı kesin ve net boyutlarıyla, ancak zaman ve uygulamalarla ortaya çıkacaktır.

**KAYNAKÇA**

- Angwin, D., "Speed in M&A Integration: The First 100 Days", **European Management Journal**, Cilt:22, No: 4, s.418-430, 2004.
- ARSLAN H.B., "Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri", **Active Yönetim Dergisi**, Temmuz-Ağustos 2001.
- Bourgiignon A., Mallaret V., Norreklit H., "The American Balanced Scorecard Versus the French tableau de bord: the ideological dimension", **Management Accounting Research**, Vol. 15, Issue: 2, Haziran 2004.
- Carty R., Millar C., "The Patterns and Management of Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe: Poland, Hungary and Romania Compared", **International Emerging Business Issues and Emerging Markets**, Martins Press Inc., 2000.
- Copeland T., Koller E., Murrin J., **Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies**, McKinsey Company, Inc., 1996.
- Debusk G., Brown R., Killough L., "Components and Relative Weights in Utilization of Dashboard Measurement Systems Like the Balanced Scorecard", **The British Accounting Review**, Volume 35, Issue 3, Eylül 2003.
- De Camara, D. Renjen, "The Secrets of Successful Mergers: dispatches From The Frontlines", **Journal of Business Strate**, Vol: 25, No: 3, 2004.
- Diacogiannis G.P., **Financial Management**, McGraw-Hill London, 1994.
- Diyarbakırlıoğlu Nursel Z., **Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ankara, 1996.
- Epstein, M.J., "The drivers of Success in Post-Merger Integration", **Organizational Dynamics**, Vol: 33, No: 2, 2004.
- Habeck M., Kröger M., **After The Merger**, Prentice Hall, Britain, 2000.
- Hansen R., "Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions", **Journal of Business**, 1987.
- Levinson A., "Capturing Exclusive Value in MA", **Strategic Finance**, Mayıs-2002.
- Maquiera C., Megginson W., Nail L., "wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers", **Journal of Financial Economics**, 1998.
- Numerof R., Abrams M., "Integrating Corporate Culture From International MA", **HR Focus**, Vol.75, No.6, 2000.
- Öncel, Şeyma, "Yeni Dönemin 10 Kritik Gerçeği", **Capital**, Yıl: 12, Sayı:10, Ekim-2004.
- Palepu K., Bernard V., Healy P., **Business Analysis Valuation**, Ohio International Thomson Publishing, 1996.
- Quah P., Young S., "Post Acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As", **European Management Journal**, Cilt:23, No: 1, s.65-75, 2005
- Rekabet Kurumu, 6. Yıllık Rapor 2004, Ankara 2005
- Seçkin Büyük Sedef, "Birleşme ve Satın Almaların Ne Kadarı Başarılı", **Capital Dergisi**, Yıl: 11, Sayı: 2003/4, Nisan 2003.
- Sümer Haluk, Pernsteiner Helmut, "Finansal Açından İşletme Birleşmeleri", **Şirket Birleşmeleri Yazını**, Alfa Yayınları İstanbul, 2003.
- Üreten Aykan, ERCAN Metin Kamil, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Ankara, Şubat 2000.
- Watson Wyatt, **Global Survey 2005**.
- Zaheer, S., Schomaker, M., "Identify Versus Culture in Merger of Equals", **European Management Journal**, Vol: 21, No: 2, 2003.

www.corporatevision.com.au