

ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNİN TEORİK TEMELLERİ

Serkan ATA (*)

1 - GİRİŞ

Son yıllarda tüm dünyada, büyük ve etkili birleşmeler ve ele geçirmeler olmaktadır.

Aşağıda tanımına, getiri ve götürülerinin ne olduğuna ayrıntılı olarak değineceğimiz “birleşmeler ve ele geçirmeler”in başlıca nedenleri; “finansal serbestleşme (national deregulation), piyasaların uluslararası birleşmesi (international integration), kapasite fazlalığı, finansal bozulma, demografik gelişmeler, piyasaya giren yeni katılımcılar ve teknolojik ilerlemelerdir”¹.

2- ANONİM ŞİRKETLERDE “ELE GEÇİRME” KAVRAMI

Ele geçirme; genel olarak; “küçük bir işletmenin büyük bir işletme tarafından ya da büyük bir işletmenin daha büyük ve daha karlı bir işletme tarafından, varlıklarının veya hisselerinin önemli

bir kısmının satın alınarak ele geçirilen şirketin yeniden yapılanması amacıyla gerçekleştirilen bir operasyon”² olarak tanımlanabilir.

Birleşme ise; “benzer büyüklükteki iki şirket arasında piyasa gücünü veya verimliliğini artırmak amacıyla gerçekleştirilen hisse senetlerinin el değiştirmesi işlemleri”dir³.

Anonim şirketlerde “ele geçirme”(takeover) kavramı hukuki bağımsızlığını devam ettiren bir hedef şirketin kontrolünün ele geçirilmesi anlamında kullanılmaktadır. Ekonomik açıdan birleşme ve devralmalar gibi işletmelerin büyümesine ve merkezileşmesine olanak sağlayan bu yöntem, hukuki açıdan birleşme ve devralmalardan farklılık göstermektedir. Hukuki anlamda birleşme en az bir ticaret şirketinin tasfiye edilmeksizin bir başka ticaret şirketi tarafından devralınmasını veya en az iki ticaret şirketinin tasfiye edilmeksizin birleşerek yeni bir şirket kurmaları anlamına gelmektedir. Bu sürecin temel özelliklerinden

(*) Vergi Denetmen Yardımcısı

¹ Gedikkaya, Türkan;Gürler, Cihangül; “Birleşmeler ve Edinimler” makale ;1999

² Gedikkaya, Türkan;Gürler, Cihangül; “Birleşmeler ve Edinimler” makale ;1999

³ Gedikkaya, Türkan;Gürler, Cihangül; “Birleşmeler ve Edinimler” makale ;1999

birisi birleşme sonucu dağılan şirketlerin tüzel kişiliklerinin ortadan kalkarak hukuki anlamda sona ermeleridir. Bunun yanı sıra hukuken ortadan kalkan şirketlerin ortakları, yeni kurulan veya devralan şirkette pay sahibi olduğundan, şirketlerin malvarlığı unsurlarının yanı sıra ortaklar düzeyinde de bir birleşme söz konusu olmaktadır. Oysaki kontrolün ele geçirilmesi işleminde iki şirket hukuken bağımsızlıklarını sürdürmekte, ancak kontrolü ele geçirilen şirketin malvarlığı üzerinde doğrudan veya dolaylı hâkimiyet elde edilmektedir.

2.1- Yönetimde Kontrolün Ele Geçirilmesi Aracı Olarak Vekâleten Oy Toplanması (Proxy) Sistemi

Bir anonim şirketin kontrolünün elde bulundurulması, o şirkette sahip olunan sermaye ve yönetimde üstün olmanın getirdiği sonuçtur. Kontrolü elinde bulunduranlar şirket açısından önemli kararlarda söz sahibidirler. Şirket yönetiminin kontrol edilebilmesi yönetim kurulu üyeliklerinin tamamının veya çoğunluğunun belirlenebilmesi ile mümkündür. Şirket sermayesinde bulunan paya ve sermayeden bağımsız verilen oy haklarının çokluğuna göre şirket üzerinde söz sahibi olunur. Sahip olunan sermayeden bağımsız olarak belli pay gruplarına yönetim kuruluna üye gönderme imtiyazının tanınması durumunda da yönetim kontrolü ele geçirilebilir. Halka açık anonim şirketlerde, genel kurul toplantılarında pay sahiplerinden vekâlet toplanarak yönetimde kontrolün ele geçirilmesi mümkündür.

ABD hukukunda "proxy" olarak adlandırılan vekâleten oy kullanma sistemi, genel kurul toplantılarına herhangi bir nedenle katılmak istemeyen pay sahiplerinden vekâlet toplanmasıdır ve bu suretle bir ya da daha fazla pay sahibinin şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmeleri müm-

kündür. Proxy, temsil yetkisi veren bir belge değildir. Sistemin özelliği, genel kurula katılmayan pay sahibinin kendisini temsil edecek kişiye talimat vererek değil, doğrudan kullanılacak oyun yönünü belirten bir belge vermek suretiyle oy hakkını kullanmasıdır. Temsili oy kullanmada ise pay sahibi temsilciye ne yönde oy kullanması gerektiğine dair talimat vermektedir. Temsilcinin oyu talimata aykırı şekilde kullanması durumunda pay sahibi iradesini genel kurula yansıttırmaz. Oysaki proxy sisteminde pay sahibi kullanmak istediği oyu temsil belgesinde belirttiğinden bu belge pay sahibinin kendi iradesi yani oyun kendisi olmaktadır.

Proxy yönteminin uygulandığı başlıca iki durum, mevcut yönetim kurulu üyelerinin değiştirilmesi ve yönetimin onaylamadığı birleşme, devralma ya da şirket kontrolünün ele geçirilmesine karşı savunma önlemi alınması gibi konularda yönetim kurulu ile pay sahiplerinin farklı görüşte olmaları halidir.

Bu şekilde yönetimin stratejisinden memnun olmayan pay sahiplerinin diğer pay sahiplerini ikna etmek suretiyle vekâlet toplamaları ve yönetimde istedikleri değişikliği yapmaları mümkün olabilir.

2.2- Sermayede Kontrolü Ele Geçirmeye Yönelik Pay Edinimlerine Temel Oluşturacak Kontrol Oranı

Şirket kontrolüne sahip olunması, şirketin halka açıklık oranı ve paylarının dağılımı ile de bağlantılı bir durumdur. Örneğin, payları çok sayıda ortağın elinde bulunan halka açık şirketlerde genel kurul toplantılarına katılım oranının düşüklüğü nedeniyle şirket kontrolünün elde edilmesi kolaylaşabilir. Mesela, şirketin halka açıklık oranı, payların dağınıklığı ve son yıllardaki genel

kurul toplantılarına katılım miktarları dikkate alınarak, esas sermayenin % 12,5'inden fazlasını temsil eden payların edinimi, kontrolün ele geçirilmesi olarak kabul edilebileceği ifade edilebilir. Kontrol kavramı ulusal hukuka göre belirlenecek bir konudur. Örneğin, Alman hukukunda hedef şirketin kontrolünün ele geçirilmesine yönelik pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemede kontrol eşiği hedef şirketin oy haklarının en az % 30 una sahip olunması şeklinde belirlenmiştir.

2.3- Kontrolü Ele Geçirmeye Yönelik Pay Edinimi Yöntemleri

Şirket ele geçirmelerinin farklı açılardan sınıflandırılması mümkündür. Bu konudaki temel sınıflandırmalar, ele geçirmenin yöntemi, karşı edimin türü, ele geçirmenin finansman kaynağı ve hedef şirketin yönetiminin ele geçirilmesi yaklaşımına göre yapılmaktadır.

2.3.1- Borsada Alım Yöntemi

Bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi, şirketin borsada işlem gören pay senetlerinin alımı yöntemiyle gerçekleşebilir. Bu ele geçirme türünde, hedef şirkete açıkça bir pay alım teklifi yapılmamakta, ancak bu şirketin kontrolünü ele geçirmeye yetecek miktarda pay senedi borsada satın alınmaktadır. Bu şekilde bir ele geçirme, hedef şirketin dikkatini çekmeyecek şekilde belli bir süreye yayılarak gerçekleşmek durumundadır. Bu yöntemde hem hedef şirketin dikkatinin çekilmesi hem de hedef şirket pay senetlerinin düşük fiyata satın alınabilecek olması avantajları vardır. Ayrıca, bu tür ele geçirmelerde, hedef şirket pay sahiplerine yapılan pay alım tekliflerinde ortaya çıkabilecek bir risk olan, ele geçirmenin hedef şirket yöneticileri tarafından engellenmesi, ya da teklif sahibi şirketin bir başka şirket tarafından ele geçirilmesi olasılığı da azalmaktadır.

Hedef şirkete yapılan aleni pay alım tekliflerinin bu şekilde başarısızlıkla sonuçlandığı hallerde de, teklif sahibinin, maruz kaldığı zararı, teklif öncesi pay senetlerini ucuza satın almasından sağladığı kazançla giderebilmesi söz konusu olabilir. Hatta bazen, bu yöntem bağımsız bir strateji olarak da kullanılabilir. Bu şekilde, aslında hedef şirket üzerinde ciddi bir ele geçirme niyeti olmayan bir şirket, böyle bir niyeti varmışçasına pay senetlerini satın alması, ele geçirme niyetinin ortaya çıkmasına bağlı olarak pay senetlerinin fiyatı yükseldiğinde ise bunları elden çıkarması mümkündür. Böylelikle ele geçirme spekülasyonları sayesinde pay senedi alım satımından kazanç sağlanmaktadır.

Bu yöntemin uzun bir zamana yayılması nedeniyle birtakım belirsizlikleri de beraberinde getirmesi ise dezavantajıdır. Bu nedenle, kısa vadeli bir işletme politikası çerçevesinde uygulanması mümkün değildir. Sürecin uzunluğu, hedef şirketin durumundaki değişikliklerin ve borsadaki dalgalanmaların da hesaba katılmasını gerektirmektedir. Ayrıca, ele geçirmek isteyen şirketin bizzat kendi alımlarının da bu hareketliliğe katkıda bulunması mümkündür. Bu nedenle, bu tür bir ele geçirmenin başarıyla sonuçlanıp sonuçlanmayacağının önceden tahmin edilmesi mümkün değildir. Öte yandan, bu yöntemin başarıya ulaşabilmesi, hedef şirketin paylarının mülkiyet yapısıyla da yakından ilgilidir. Hedef şirkette kontrol gücünün ele geçirilmesi, belli sayıda pay senedinin satın alınmasını gerektirmektedir. Bunun için de hedef şirketin pay senetlerinin, bunları elden çıkarmaya hazır pay sahiplerinin elinde olması gerekmektedir. Bu olasılık, payların çok sayıda pay sahibi elinde yayılmış olduğu şirketlerde daha yüksektir. Bu nedenle bu yöntemin başarıya ulaşması olasılığı Kıta Avrupasına oranla Amerikan sermaye piyasasında daha yüksektir.

2.3.2- Borsa Dışı (Blok) Alım Yöntemi:

Hedef şirket pay senetlerinin borsa dışında, birebir pay sahipleri ile yapılan görüşmeler sonucu ele geçirilmesi de mümkündür. Bu tür ele geçirmelerde esas olarak, hedef şirketin büyük pay sahipleri pay senetlerini satmaları için ikna edilmeye çalışılmaktadır. Bu şekilde büyük payların bloklar halinde edinilmesiyle hedef şirket üzerindeki kontrol ele geçirilmektedir. Hedef şirketteki payların dağılımına göre ele geçirilecek pay grupları belirlenmektedir. Şirket kontrolünün ele geçirilmesi için tek bir pay grubunun edinilmesinin yeteceği durumlar olabileceği gibi, birden fazla pay grubunun birlikte ele geçirilmesi de gerekebilir.

Bu tür ele geçirmeler, kısa sürede ve dikkat çekmeksizin gerçekleşebilmeleri açısından avantajlıdır. Bunun yanı sıra, sınırlı sayıda pay sahibi ile pazarlık edilmesi söz konusu olduğundan en azından muhatap alınacak kişilerin sayısı öngörülebilir niteliktedir. Ayrıca borsa üzerinden yapılan satın almaların aksine, hedef şirket paylarının dağınık yapıya sahip olması da gerekmemektedir, çünkü kontrolü ele geçirmek isteyen şirket, hedef şirketteki belli pay sahiplerinin pay senetlerini almayı amaçlamaktadır. Bu nedenle, özellikle Kıta Avrupası ülkelerinin sermaye piyasası yapısında başarıya ulaşma şansı yüksek bir yöntemdir.

Öte yandan, borsa dışı alımlar birtakım, dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Her şeyden önce, blok alımlarda ödenecek fiyat, hedef şirketin pay sahiplerinin iradesine bağlıdır. Bu kişiler, pay senetlerinin satımıyla birlikte şirket üzerindeki kontrolün de el değiştireceğinin bilincinde olduklarından yüksek fiyat talep edilmesi olasıdır. Bunun yanı sıra birkaç büyük pay sahibi söz konusu olması durumunda, bunların kendi içlerinde eş güdümlü şekilde hareket etmeleri de mümkündür. Bu nedenle, bu tür alımlarda ödenen fiyat, pay senetlerinin piyasa değerinin üzerinde belir-

lenmektedir. Hedef şirket pay senetleri için piyasa değerinin üzerinde ödenen bedel "blok alım primi" olarak nitelendirilmektedir. Ancak ödenen prim, ele geçirmeden beklenen kârın altında olmalıdır, aksi takdirde ele geçirme, ele geçirmek isteyen şirket açısından yarar sağlamayacaktır. Bunun yanı sıra, hedef şirket pay sahiplerinin tümüne yapılacak bir aleni pay alım teklifinden farklı olarak, yalnızca belli pay sahiplerine yöneltildiğinden, hedef şirketin diğer pay sahiplerinin bundan kazanç sağlamaları söz konusu olmayacaktır.

2.3.3- Aleni Pay Alım Teklifi

Aleni pay alım teklifi, "bir anonim şirketin paylarını satın almak üzere tüm ortaklara açık bir teklif yapılması ve bu teklif sonucunda satın alınan paylarla şirkette önemli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ya da kontrolün ele geçirilmesi" olarak tanımlanabilir. Eğer bu suretle elde edilen pay miktarı hedef şirketin kontrolünü elde etmeye yetiyorsa bir "ele geçirme teklifi" söz konusu olmaktadır. Uygulamada şirket ele geçirmelerinin en yaygın şekilde gerçekleştirildiği yöntem aleni pay alım teklifleri olup, ulusal düzenlemelere ve Avrupa Birliği düzeyinde 13. Şirketler Hukuku Yönergesi'ne konu olan da bu yöntemdir. Bu nedenle çalışmada "ele geçirme" kavramı ağırlıklı olarak aleni pay alım teklifleriyle özdeş olarak kullanılmaktadır.

Aleni pay alımı yapan kişi veya grup "teklif sahibi", payları ele geçirilmek istenen şirket "hedef şirket" olarak adlandırılmaktadır. Hedef şirket pay sahiplerine yönelik yapılan tekliflerin farklı açılardan sınıflandırılması mümkündür.

2.3.3.1- Kapsama Göre**2.3.3.1.1- Tam Teklifler:**

Hedef şirket paylarının tümünün veya önemli bir kısmının ele geçirilmesi amaçlanır. Bu şekilde

ele geçirilen pay miktarı, genel kurulda karar alınması için gerekli çoğunluğu sağlamaya yetecek kadar oy hakkını da beraberinde getirmektedir.

2.3.3.1.2- Kısmi Teklifler:

Hedef şirket paylarının tümüne değil, belli bir kısmına teklif yapılmaktadır. Bu şekilde hedeflenen asgari miktardaki pay ele geçirilmektedir.

2.3.3.2- Türüne Göre

Hedef şirket pay sahiplerine önerilen karşılık türüne göre; nakit para, menkul kıymet, vs şeklinde sınıflandırılabilir.

2.3.3.3- Yönteme Göre**2.3.3.3.1- Şarta Bağlı Teklifler:**

Teklif sahibinin hedef şirket pay sahiplerine yönelttiği teklifini sözleşme serbestisi çerçevesinde belli şartlara bağladığı durumlarda söz konusu olmaktadır.

2.3.3.3.2- İki Aşamalı Teklifler:

İki aşamalı tekliflerin ilk aşamasında teklif sahibi hedef şirketin kontrolünü ele geçirmeye yetecek miktarda (%30-51 arası) payın alımı için teklif yapmaktadır. İkinci aşamada ise, hedef şirkete hâkim olması için ihtiyacı olmayan kalan paylara daha düşük fiyatlı bir teklif yapmaktadır.

2.3.3.4- Finansman Kaynaklarına Göre

Şirket ele geçirme teklifleri çok yüksek maliyetli olduğundan, ancak nadiren yalnızca ele geçirme girişiminde bulunan şirketin mevcut kaynakları ile karşılanabilecek durumdadır. Bu nedenle teklifte bulunan şirketin, hedefine ulaşmak için gerekli finansman kaynaklarını bulması gerekir. Ele geçirmelerin finansmanında kullanılan başlıca kaynaklar yüksek riskli borçlanma senetlerinin ihracı ve dış kaynaklardır.

2.3.3.4.1- Yüksek Riskli Borçlanma Senedi İhracı:

Bu ihrac, çoğu kez salt hedef şirketi ele geçirmek amacıyla kurulan bir şirket bünyesinde gerçekleştirilmektedir. Genellikle senetler bir kurumsal yatırımcıya satılarak buradan elde edilen gelir ile hedef şirketin payları satın alınmaktadır.

2.3.3.4.2- Dış Kaynaklı Finansman:

Banka kredisi, borçlanma senedi veya teklifin finansmanı amacıyla kurulan şirketlerin sermayesi dış kaynaklı sermaye örnekleridir. Dış kaynağın karşılanması için kurulan şirketler risk sermayesi şirketi niteliğindedir.

2.3.3.5. Ele Geçirmenin Hedef Şirket Yönetimi Tarafından Onaylanıp Onaylanmamasına Göre

Şirket ele geçirmeleri dostça ve düşmanca olabilir. Bu ayrımın esas alınan tek kriter, kontrolün ele geçirilmesi işleminin hedef şirket yöneticilerinin isteği dışında gerçekleşmiş olup olmamasıdır.

“Dostça ele geçirmeler”de, ele geçirme işlemi hedef şirketin yönetimiyle işbirliği halinde olunarak gerçekleştirilebilir. Hedef şirket yönetiminin bu türlü bir işbirliğine gitmesinin pek çok nedenleri olabilir. Özellikle, ele geçirmenin pay sahipleri açısından yararlı sonuçlar sağlayacağı düşüncesi olabilir. Ancak, hedef şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarının sağlanacağı, konumlarının mevcuttan daha üstün bir seviyeye ulaşacağının garantisinin verilmesi tabii ki de pay sahiplerinin çıkarlarından daha öncelikli sebep olabilir. Bu tür durumlarda hedef şirket yöneticileri, pay sahiplerini kendilerine yapılan teklifi kabul etmeleri konusunda ikna etmeye çalışmaktadırlar. Bu şekilde uzlaşmalı olarak gerçekleşen kontrol değişikliklerinden bütün çıkar gruplarının aynı oranda yararlanması söz konusu değildir.

Teklif sahibi, uzlaşmalı bir ele geçirmeden özellikle üç açıdan yarar sağlamaktadır;

- Hedef şirketin savunma yöntemleri uygulaması olasılığı ortadan kalkar; ele geçirmenin maliyeti azalır.

- Anlaşmalı bir ele geçirme sayesinde hedef şirket pay sahiplerine ödenecek fiyat üzerinde anlaşmaya varılmamış bir ele geçirmeye oranla daha düşük olacaktır. Çünkü pay sahipleri daha düşük miktarlara razı edilebilir.

- Pay sahiplerinin yöneticiler tarafından kendilerine önerilen şekilde paylarını elden çıkarmaya hazır olmaları nedeniyle de ele geçirme işleminin hızlı şekilde gerçekleştirilmesi ve başarıya ulaşması söz konusu olacaktır.

Böylelikle; bu alışverişten sonra teklif eden şirket ile hedef şirket yöneticileri karlı ama hedef şirket pay sahipleri genelde zararlı çıkar.

Hedef şirket yöneticilerinin kontrol değişikliğine onay göstermedikleri şirket ele geçirmeleri “düşmanca ele geçirmeler” olarak nitelendirilmektedir. Bu yöntemde de farklı çıkar gruplarının yararlanması mümkündür ancak bu tür bir ele geçirme, özellikle hedef şirket pay sahipleri açısından yararlı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir. Çünkü hedef şirket yönetiminin onaylamadığı kontrol değişikliklerinde pay sahiplerine önerilen, fiyat, çoğu kez payların piyasa değerinin üzerinde olmaktadır. Bu tür ele geçirmeden şirket çalışanlarının çıkarının olup olmadığı şirketin konumuna bağlıdır belki ama şirket yöneticileri genelde yeni gelenin yeniden yapılanması kurbanı olabilecek olduklarından çıkarlarına ters düşmektedir.

Görüldüğü üzere dostça ele geçirme ve düşmanca ele geçirme kavramlarının değişik gruplara göre farklı anlamları olabilmektedir.

2.4- Anonim Şirketlerde Çıkar

Çatışmalarının Şirket Ele Geçirmelerine Özgü Görünümü

2.4.1- Kontrolü Ele Geçiren Şirket Bünyesindeki Çıkarlar

Şirket ele geçirmelerinin temel amacı, yöneticilerin elde ettikleri kontrol gücüne dayanarak hedef şirkette kendi işletme politikalarını uygulamalarıdır.

2.4.1.1- Temsil Maliyetinin Düşürülmesi

Şirket ele geçirmelerinin ardındaki en önemli nedenlerden birisi anonim şirketlerde mülkiyet-kontrol ayırımından kaynaklanan temsil maliyetlerinin düşürülmesidir.

2.4.1.1.1- Disiplin Hipotezi Etkin Olmayan Yönetim Teorisi:

Temsil maliyetlerinin düşürülmesinin bir yolu, hedef şirketin etkin çalışmayan yöneticilerinin değiştirilerek kazanç sağlanmasıdır. Hedef şirket yöneticilerinin etkin çalışan yöneticilerle değiştirilmesi suretiyle disipline edilir.

Bu teori, ele geçirilmesi planlanan hedef şirketin kontrol değişikliği öncesinde, pay senetlerinin değerinin ortalamasının altında olması nedeniyle pay sahiplerine ve şirket çalışanlarına zarar verdiği varsayımına dayanmaktadır. Sermaye piyasasının etkin olduğu ve bu nedenle de etkin olmayan yönetim faaliyetlerinin pay değerine yansıdığı varsayımına dayalı bu hipotez, bir başka yönetici ekibinin şirketi daha etkin şekilde yönetmeye talip olması durumunda, şirketin el değiştireceğini ve bunun da değer kazançlarına yol açacağını kabul etmektedir.

Disiplin hipotezine göre kontrolü almak isteyen şirket hedef şirket hisselerine ederinden fazla ödemeye razıdır. Bunun nedeni; kötü yönetildiğini düşündüğü şirketin hisse senetlerinin

değerinin olandan çok daha fazla olması gerektiğini düşünmesidir.

Bu tehlikeyle karşı karşıya kalan hedef şirket yöneticileri pay sahiplerinin paylarını satmamları için pay sahiplerinin önüne daha güçlü bir şirket çıkarırlar ve bu sayede daha güçlü bir finansal sistem ortaya çıkar.

Disiplin hipotezine eleştiriler;

- Hedef şirket yönetiminin etkin çalışmadığı dışarıdan değil içerden daha kısa sürede tespit edilir ve zaten tespit edilen yanlış düzeltileceğinden hasta bir şirket elde olmayacaktır.

- ABD’de yapılan bir araştırma, hedef şirket yönetiminin etkin olmamasının şirket ele geçirmelerinin ancak % 9’unda belirleyici bir etkisi olduğunu göstermiştir.

- Bu hipotez ile şirket ele geçirmeleri dalgalarının bağdaşmadığı noktasındadır. Çünkü hedef şirketteki yönetim zafiyetinin düzenli dalgalar halinde ortaya çıkması söz konusu değildir.

2.4.1.1.2- Serbest Nakit Akışı Hipotezi:

Özellikle petrol endüstrisindeki şirket ele geçirmeleri, mevcut serbest nakit akışının paylaşımı konusunda yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanabilir.

Serbest nakit akışı, “Şirket içinde yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımları”⁴ olarak tanımlanmaktadır. Bir şirketteki serbest nakit akışının yüksek olması, şirket yöneticilerinin yüksek performanslarının bir göstergesi olarak görülmektedir. Bu performansa bağlı olarak ortaya çıkan ve yöneticilerin pay sahiplerine dağıtmak istemedikleri nakit, yöneticiler ile pay sahiplerini karşı karşıya getirecektir. Yöneticiler bu nakdi yeni yatırımların finansı için

harcamak istemektedirler ancak pay sahiplerine dağıtım yapmamaktadırlar yöneticiler bunu bir erk ellerinde bulundurmak olarak görürler. Örneğin yöneticiler bu nakdi bir başka şirketin ele geçirilmesinde kullanabilir. Tabii bir başka şirket de bu şirketi hedef olarak görebilir. Genellikle yöneticilerin eğilimi bu sistemin kurbanı olma korkusundan ötürü nakit fazlasını yaratmamaları şeklindedir.

2.4.1.2- Sinerji Hipotezi

Şirket ele geçirmelerinin temel nedenlerinden biri de “birlikten kuvvet doğar” mantığıdır. Ele geçirme sonrası bölüşülen maliyetler ve daha güçlü olmanın getirdiği kazançla daha fazla kar edilecek bu da ele geçirmeyi cazip kılacaktır. Bu; uzun vadede gerçekleşen bir şeydir. Ele geçirmenin sinerji etkisi, özellikle kontrol değişikliği sonrası şirket kaynaklarının yeniden dağılımı sayesinde sağlanmaktadır. Sinerji etkileri kapsamında, ele geçiren şirket ile hedef şirketin birleşmesinden kaynaklanan etkinliği arttıran veya maliyeti düşüren her türlü kazanç anlaşılmaktadır. Bu kazançlar temel olarak faaliyet etkinlikleri ve finansal sinerjiler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Faaliyet Sinerjileri;

- Önceden rakip durumunda olan şirketlerin aralarındaki rekabet durumunun sona ermesi, nedeniyle bu alanda yapılan harcamaların ortadan kalkması;

- Her bir şirketin zayıf noktaları, faaliyetlerin birleşmesi ve karşılıklı tamamlamalar ile iyileştirilmesi şeklinde özetlenebilir.

Faaliyete dayanan sinerjiler, üretim, satım, araştırma ve geliştirme gibi alanlarda görülebilir. Bu kapsamdaki sinerji kazançlarına ölçek ekonomileri

⁴ ÇELİK, Orhan , Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Ankara: Turhan Kitabevi. 1999

ve kapsam ekonomileri dahildir. Ölçek ekonomileri, sabit maliyetlerin büyüyen üretim miktarını kapsayacak şekilde yayılması ve böylelikle birim maliyetinin düşmesi anlamına gelmektedir. Kapsam ekonomileri ise bir üretim faktörünün birden fazla ürünün üretilmesi için ortaklaşa kullanımı sonucu ortaya çıkan maliyet azaltımını ifade etmektedir. Bu anlamda kapsam ekonomileri, üretimde çeşitlendirmeye gidilerek işletme faaliyetinin yeni ürün ve pazarlara açılımını sağlamakta ve riskin dağılımına hizmet etmektedir.

Finansal sinerji ise;

- Mevcut satış sisteminin şirketlerin birleşmesinin ardından daha iyi organize edilmesi;
- Araştırma geliştirme alanında da iki şirketin faaliyetlerini birleştirmesi problemlerin daha az maliyetli ve daha hızlı çözülmesi, aynı konuda çifte maliyet yapılmaması, yüksek maliyetli AR GE faaliyetinin birleşmiş şirketlerce kolayca karşılanabilmesi vb. şeklinde örneklendirilebilir.

Şirket ele geçirmelerinin yarattığı finansal sinerjinin kendisini çoğunlukla sermaye maliyetini düşürmesinde gösterdiği kabul edilmektedir. Bu konuya ilişkin olarak iki finans teorisi bulunmaktadır;

- Şirketlerin nakit akışlarının tam ve pozitif olarak birebir eşleşmemesinin iflas riskini azalttığı şeklindedir.
- İç ve dış fonların maliyetleri arasında fark olduğu tespitinden hareket etmektedir. Buna göre, fonların dışarıdan sağlanması durumunda, ihraç ve işletme maliyetlerine bağlı olarak sermaye maliyetleri yükselmektedir. Bu maliyet, birleşen şirketlerin nakit akışının gereksinim duyulan bütün nakdi iç kaynaklarından sağlayabilmesi durumunda azalmakta veya ortadan kalkmaktadır.

Şirket ele geçirmelerinde sinerji kazançlarının gerçekten ortaya çıkıp çıkmadığı ve çıkıyor ise bunun kapsamının ve miktarının ne olduğu belirsizdir.

2.4.1.3- Çeşitlendirme Hipotezi

Şirket ele geçirmelerinin nedenlerinden bir diğeri, farklı bir alanda ya da bölge veya ülkede faaliyet gösteren bir şirketin ele geçirilmesi suretiyle o bölgede ya da faaliyet alanında faal olmak istenmesidir. Bu şekilde şirket sıfırdan bir işletme kurması halinde karşılaşılabilecek maliyet ve riskten ve zaman kaybından kurtulmuş olmaktadır.

Çeşitlendirmeye gidilmesi tıpkı yumurtaları farklı sepetlere koymak gibi riski yaymaktır ve bu sayede ekonomik dalgalanmalara daha çabuk uyum sağlamayı sağlar.

Çeşitlendirmenin sinerji etkisi yaratmadığı durumlarda kendisinden beklenen yararlı sonuçların elde edilemediğine işaret edilmekte, başarısız sonuçlanan çeşitlendirme-projelerinin, işletmenin parçalanarak satılmasına neden olduğu belirtilmektedir. Aslında bu sonuç, şirketin çeşitlendirme projelerine pay sahiplerinin bakış açısı ile yakından ilgilidir. Şirkete sermaye sağlayan pay sahibinin, çeşitlendirme projelerine ilgi duyması, ancak kendisinin yatırımlarını çeşitlendirerek riski azaltma olanağı olmaması halinde gündeme gelebilir. Sermaye piyasalarında yatırım yapan kişiler, yatırımlarını kendi tercihlerine ve ilgi alanlarına göre çeşitlendirme olanağına sahip olduklarından, şirketlerin çeşitlendirme projelerine çok fazla ilgi gösterilmediği vurgulanmaktadır.

Yeterli finansal kaynağı olmayan, az sayıda pay senedine sahip pay sahipleri açısından şirketin çeşitlendirme projesi ilgi çekici olabilecekse de, yatırımların çeşitlendirilmesinin düşük sayıda pay senedi alımı ile de gerçekleştirilebileceği göz önüne alındığında, bu olasılığın düşük olduğu kabul edilmektedir.

2.4.1.4- Sermaye Piyasalarının Etkin Olmamasına Bağlı Hipotezler

Şirket ele geçirmelerini açıklayan bir diğer teori, sermaye piyasalarının pay senetlerinin gerçek

değerini yansıtmadığı ve sermaye piyasalarının etkin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Buna göre, hedef şirketi ele geçirmek isteyen şirketler, gerçek değerinin altındaki pay senetlerini tespit edip bu pay senetleri için gerçek değer altında bir tutar ödeyerek çok sayıda satın almak suretiyle sermaye piyasasının etkin olmamasından yararlanırlar. Sermaye piyasalarının etkin olmamasının şirket ele geçirmelerini iki şekilde etkilediği kabul etmektedir. Bu etkilerden birincisi pay senetlerinin gerçek değerinin altında olması ve ikincisi piyasa miyopluğu (mevcut kârın yüksek değerlenmesi ve ileriye dönük kârın aşırı indirilmesi)dir.

2.4.1.4.1- Pay Senetlerinin Gerçek Değerinin Altında Olması Hipotezi:

Hedef şirketin pay senetlerinin gerçek değerinin altında yansıtıldığı varsayımından hareket etmektedir. Buna göre sermaye piyasası şirketin pay senetlerini gerçek değerinden düşük fiyatlandırmaktadır. Bu düşük fiyatlandırmayı fark eden şirketler, pay senetleri için ödedikleri bedel ile bunların gerçek değeri arasındaki fark kadar kazanç sağlamaktadırlar.

Bu tezin eleştirisi ise “mademki şirketin hisselerinin gerçek değerinin altında olduğu tespit edildi öyleyse birleşme gerçekleşmeden de artabilir” düşüncesinin doğabilecek oluşudur.

2.4.1.4.2- Piyasa Miyopluğu:

Piyasa miyopluğu olarak adlandırılan teori, yatırımcılar sadece önlerindeki kısa dönemi görür ve uzun dönemi kurban ederler ve bunun sonucunda AR GE alanında uzun dönemli esaslı yatırım yapan şirketlerin pay senetleri gerçek değerinden düşük değerlenir.

Pay senetlerinin fiyatının bu şekilde düşmesini önlemek için yöneticiler de kısa döneme

yönelik bakış açısı göstererek uzun dönemli yatırımlarını kısa dönemliye çevirmektedirler. Bununla birlikte, piyasa miyopluğu teorisini kanıtlayan deneysel bir destek bulunmadığı belirtilmektedir.

2.4.1.5- Hedef Şirketin Sömürülmesi Hipotezi

Şirket ele geçirmelerinin temel amacı, kontrol değişikliğinin gerçekleşmesinden sonra hedef şirket pay sahiplerinin sömürülmesi olabilir;

Yumuşak sömürü;

- Hedef şirketin malvarlığının bütünlüğüne dokunulmaksızın bu unsurların ele geçiren şirkete aktarılması;

- Ele geçirilen bağımlı şirketin patent, marka gibi sınai haklarından ve AR-GE çalışmaları sonuçları ile teknik bilgisinden yararlanılması;

- Konzern bünyesinde gerçekleştirilen projelerden elde edilen kazançların hâkim şirkete aktarılması, buna karşılık risklerin bağımlı şirket pay sahipleri arasında paylaşılması yumuşak sömürü yöntemleri arasında sayılmaktadır.

Sert sömürü;

- Kontrol değişikliğinin hedef şirketin yeniden yapılandırılması;

- Kullanılmayan kaynakların tasfiye edilmesi

- Malvarlığının parçalanarak en iyi getiriye sağlayacak şekilde elden çıkarılması

Şeklinde örneklendirilebilir..

Böyle bir girişim, şirketin malvarlığının bütün, olarak değerinin, tek tek malvarlığı unsurlarının değerinden düşük olması halinde gündeme gelebilir. Bunun yanı sıra, yabancı kaynaklarla finanse edilen ele geçirmelerde dış kaynaklı finansmanın doğurduğu faiz yükü nedeniyle alınan kredilerin, geri ödenebilmesi acil önlemler gerektirdiğinden, bu tür bir yaklaşım söz konusu olabilir

Hedef şirketin malvarlığını parçalama amaçlı şirket ele geçirmelerinin ardında, kısa vadeli, ve

spekülatif karakterli bir finansal motivasyonun bulunduğu kabul edilmektedir.

Bu tür ele geçirmelerin, çalışanlar açısından iş kaybına neden olması olasılığı göz önünde bulundurularak, çalışanların, sendikaların ve politikacıların tepkilerine neden olmamak amacıyla, hedef şirketin malvarlığının parçalanması planının çoğu kez gizlendiği vurgulanmaktadır.

Hedef şirketin malvarlığını parçalama amaçlı ele geçirmeleri, gelişmiş işletme yapılanmalarını spekülatif gerekçelerle ortadan kaldırmalarına bağlı olarak işletmesel ve ekonomik açıdan zararlı sonuçlar doğurabileceği gerekçesiyle eleştirilmekle birlikte, malvarlığının parçalanmasının tek başına etkin çalışmayan unsurları etkin hale getirdiği durumlarda ekonomik açıdan olumlu sonuçlar doğurabileceği de vurgulanmaktadır.

2.4.1.6- Tutuklu Çıkmazı Hipotezi

Kontrolü ele geçirmek isteyen şirketin, hedef şirket pay sahiplerine yönelttiği teklifin kabul edilip edilmemesine ilişkin kararın verilmesi aşamasında, pay sahiplerinin içinde bulundukları çıkmazdan yararlanarak bunu bir baskı aracı olarak kullanması mümkündür. Pay sahipleri verilen süre içinde önerilen payı red veya kabul edecekler ancak verilen bedelin uygun olup olmadığını bilmeden. Bu özelliğiyle daha çok bir sömürüyü andırmaktadır.

Pay sahiplerinin karar verme çıkmazı, özellikle iki aşamalı tekliflerde belirgin hale gelmektedir. Bu tür tekliflerde, ilk aşamada hedef şirket pay senetlerine piyasa değerinin üzerinde bir fiyat teklif edilip, genellikle %50'yi aşan çoğunluk payı ele geçirilmekte, ikinci aşamada geri kalan paylar için teklifin yapıldığı dönem piyasa değerinden daha düşük fiyat önerilmektedir. Pay sahibinin ilk teklifi değerlendirmemesi durumunda zarara uğrama riski olduğundan, teklifi ilk aşamada kabul etmesi söz konusu olacaktır.

Böylelikle, kontrolü ele geçirmek isteyen teklif sahibinin hedef şirket pay sahiplerinin karar verme çıkmazından yararlanıp, pay senetlerini gerçek değerlerinin altında mümkün olan en düşük fiyata ele geçirmesi mümkün olabilecektir.

2.4.1.7- İmparatorluk Kurma Hipotezi

Bu hipotez yöneticilerin kendi çıkarları uğruna ellerinde daha çok şirketler bulundurmak adına pay sahiplerinin çıkarını gözetmeden ele geçirme faaliyeti yaptıklarını davranışsal olarak ele alır. Bu tür ele geçirmeler, işletme değerini arttırmadığından pay sahiplerinin ve şirketin yararına sonuç doğurmamakta, bu nedenle de ekonomik açıdan yararlı sayılmamaktadır.

Yöneticilerin genişleme politikasının farklı nedenleri olabilir;

- Şirketin büyümesine paralel olarak yöneticilere yapılacak ödemelerin de artması beklentisi,
- Büyük şirketlerin bir başka şirket tarafından ele geçirilmesi olasılığı da düşeceğinden, bu şekilde yöneticiler şirket içindeki konumlarını sağlamlaştırma beklentisi
- Büyümeye bağlı olarak yöneticilerin prestij sağlamaları ve kendilerini geliştirmeleri
- Şirketin oligopol piyasa gücüne erişmesi isteği.

Bu gibi amaçların gerçekleştirilmesinin, pay sahipleri ve genel ekonomi açısından olumsuz sonuçlara yol açacağı belirtilmektedir. Ancak bu noktada, her işletmenin sonuç itibarıyla kâr elde etmeye yönelik stratejiler takip edeceği, bu nedenle de yöneticilerin kendi çıkarlarını izleyerek yürüttükleri projelerin pay sahipleri ve şirket yararına sonuçlanmamasının bazen projenin kendisini değersiz kılabileceği vurgulanmaktadır. Dolayısıyla yöneticilerin, kendi çıkarlarını gözetirken aynı zamanda işletme ekonomisinin gereklerine de uygun stratejiler izleyecekleri kabul

edilmektedir. Bu nedenle, yalnızca kişisel çıkarlar izlenerek girişilen büyüme projelerinin tek başına, uygulanmasının mümkün olmadığı, ancak ele geçirmelere temel olan diğer gerekçelerle birlikte gündeme gelebilecekleri vurgulanmaktadır.

2.4.1.8- Gururlanma Hipotezi

Gururlanma hipotezinin temelinde yine davranışsal özellikler mevcuttur. Yöneticiler hayatlarında pek nadir yakalayacaklarını düşündükleri fırsatları değerlendirme hevesiyle hareket edip yanlış hesaplamalar dahi yapmış olsalar bu eyleme girişirler. Tamamen kendi yeteneklerine olan güvenlerinin sonucudur. Yanlış hesaplamalarla ederinden yüksek teklif veren yönetici ilk başta zafer kazanmış gözükse de başarının kısa süreli olması olasıdır. Şöyle ki, ele geçirme işleminin tamamlanmasının ardından yöneticilerin kendi yetenekleri ve hedef şirket hakkındaki değerlendirmelerinin hatalı olduğu, hedef şirket pay senetleri için yüksek fiyat teklif edildiği ortaya çıkacaktır. Bu şekilde ele geçirmeden beklenen disiplinin etkisi ve sinerji kazançlarının sağlanmadığının anlaşılması, yöneticilerin başarısız olduğunun da ortaya çıkması anlamına gelmektedir. Bu durumda ele geçiren şirket ve pay sahipleri değil, hedef şirket pay sahipleri ele geçirmeden kazanç sağlamış olacaktır.

Bu hipotezin dayandığı yanlış tahmin ve değerlendirmeler, yöneticilerin dışarıdan danışmanlarla birlikte çalışması durumunda azaltılabilir niteliktedir. Ancak bu durumda da danışman sıfatıyla çalışan kişilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket edip elde edecekleri ücreti garanti altına alabilmek için objektif olmayan değerlendirmeler yapmaları riski vardır. Bu riskin azaltılması için gerekli önlemlerin alınması gerekir. Bu şekilde, yöneticilerin hatalı değerlendirmelerden

ve bunlara bağlı olarak ortaya çıkabilecek kazanç azalmalarından kaçınmaları mümkün olacaktır.

Gururlanma hipotezi de, yöneticilerin kişisel çıkarları uğruna izledikleri büyüme stratejilerinde olduğu gibi, şirket ele geçirmelerinin rasyonel olmayan bir nedeni olarak görülmektedir. Çünkü bu durumda da, işletme politikası açısından yararlı sonuçların elde edilmesi söz konusu değildir.

2.4.2- Hedef Şirket Bünyesindeki Çıkarlar

2.4.2.1- Hedef Şirket Pay Sahiplerinin

Çıkarları:

Hedef şirket yönetiminin onaylamadığı şirket ele geçirme girişimlerinin başarılı olup olmaması, hedef şirket pay sahiplerinin paylarını devredip devretmeme kararına bağlıdır. Sonuç itibarıyla pay sahibinin çıkarı yoksa ve payını devretmiyorsa bu tür ele geçirme mevcudiyet kazanamaz. Nitekim istatistiksel veriler de, şirket ele geçirmelerinin hedef şirket pay senetlerinin değerinde ortalama % 30 oranında artışa neden olduğunu göstermektedir.

Hedef şirketin paylarının mülkiyet yapısına göre pay sahiplerinin kontrol değişikliğine bakış açıları değişebilir. Genellikle büyük pay sahipleri şirkete katılım ile işletmesel bir amaç güderken, küçük pay sahiplerinin öncelikli amacı yatırımsaldır ve şirketin devamlılığından ziyade kendi kısa dönemli karlarını düşünürler. Bu nedenle hedef şirket pay sahiplerinin kontrol değişikliğinde tek ve ortak bir çıkarı olduğunu söylemek mümkün değildir.

Şirketin ele geçirilmesi girişimiyle karşı karşıya kalan pay sahiplerinin önünde temelde iki alternatif bulunmaktadır;

- Kendilerine sunulan teklifin tatmin edici olması durumunda şirketteki paylarını devrederek anında kazanç sağlama.

- Şirketteki pay sahipliklerine devam ederek şirketin kazancı üzerinden kâr payı elde etme.

İlk alternatifin seçilmesi durumunda kısa, şirkette kalmanın tercih edilmesi durumunda ise uzun vadeli bir beklenti söz konusu olacaktır. İkinci alternatifin seçilme kararı diğer pay sahipleriyle birlikte hareket edememe durumunda pek de tercih edilebilir değildir. Çünkü diğerlerinden farklı karar vermesi halinde yalnız kalıp azınlık durumuna düşecektir. Ayrıca pay sahibinin kendisine yöneltilen teklifin uygun fiyatlı olup olmadığı hususunda hızlı ve objektif bilgi elde edebilmesi de ikinci alternatif için olmazsa olmazlardandır. Genellikle bunu yaşamak istemeyen pay sahibi birinci alternatifi seçerek hisselerini devreder.

2.4.2.2- Hedef Şirket Çalışanlarının Çıkarları:

Kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi, hedef şirket çalışanlarının şirketteki pozisyonlarını da etkileyebilir. Bu noktada şirket çalışanlarının çıkarları, yöneticilerin çıkarlarına benzemektedir. Kontrol değişikliğinin hedef şirket çalışanların m çıkarlarını zedelemesi, özellikle şirketin parçalanmasının planlandığı ele geçirmelerde söz konusu olabilir. Kontrolün değişmesiyle birlikte yeni bir işletme politikasının benimsenmesine bağlı olarak yapısal değişikliklere gidilmesi, maliyetlerin düşürülmesi için ücret kesintilerine gidilmesi ya da bazı kadroların kaldırılması çalışanların karşı karşıya kalabileceği temel tehlikelerdir. Hatta şirket ele geçirmelerinin genel olarak iş kadrolarını yok ettiği ve işsizliğe neden olduğu da ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, bu iddianın gerçekliği şüphelidir. Zira bazı durumlarda iş kadrolarının ortadan kaldırılması ele geçirme olayından bağımsız şekilde bir zorunluluk olarak ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, ilgili branşın zaten çökmekte olması nedeniyle işten çıkarmaların gerçekleşmesi durumu kontrol değişikliğinden bağımsız olarak gündeme gelebilir.

Şirket ele geçirmelerinin mutlaka hedef şirket çalışanlarının zararına sonuçlar doğurması söz konusu değildir. Kontrolü ele geçiren teklif sahibinin, büyümeye yönelik faaliyetleri sonucu ele geçirilen şirketin genişlemesi ve yeni iş kadroları yaratılması da mümkündür. Benzer şekilde, nitelikli ve yetenekli çalışanların kontrol değişikliğiyle birlikte daha iyi pozisyonlar elde etmeleri de söz konusu olabilir. Ele geçirme girişiminin başarısız sonuçlanması da bazı durumlarda iş kadroları üzerinde olumsuz etkiye sahip olabilir. Örneğin, ele geçirmenin önlenmesi için uygulanan savunma mekanizmaları irin çok masraflı olması nedeniyle ortaya çıkan mali açığı şirket, personel ücretlerinde kısıntı yaparak ya da bazı kadroları kaldırarak karşılama yoluna gidebilir.

2.4.2.3- Hedef Şirket Alacaklılarının Çıkarları:

Hedef şirketin alacaklıları, şirketin el değiştirmesi sonucu gerçekleşecek bir yeniden yapılanma tehlikesi ile karşı karşıyadır. Alacaklı kavramının kapsamında, hedef şirketin birlikte çalıştığı kişi ve kurumlar ile yabancı sermaye sağlayanlar da dahil olmak üzere şirketten alacaklı olup ona karşı talep hakkı bulunanlar yer almaktadır. Kontrol değişikliğiyle birlikte şirket yapısında gerçekleşebilecek değişiklikler, örneğin işletmenin bazı kısımlarının devri veya malvarlığı unsurlarının azalması, şirket alacaklılarının talep haklarını tehlikeye düşürebilir. Zira bu tür değişiklikler, hedef şirketin borçlarını geri ödeme yeteneği üzerinde, etki edebilir niteliktedir. Kontrol değişikliğinin hedef şirketin mali durumunda kötüleşmeye neden olabileceği durumlara somut bir örnek olarak, ele geçirme işleminin yüksek miktarda borçla finanse edilmesi hali gösterilmektedir. Bu tür ele geçirme yönteminde ele geçirmenin maliyeti hedef şirketten karşılandığı için malvarlığında azalmaya neden olması büyük olasılıktır.

Bunun yanı sıra işletme politikasında meydana gelen değişikliklere bağlı olarak, birlikte çalışılan bazı tedarikçilerin sözleşmelerinin feshi de gündeme gelebilir.

Şirketin el değiştirmesinin, şirket alacaklıları açısından olumlu sonuçlar doğurması da mümkündür. Kontrol değişikliği sonucu izlenen işletme politikası ya da yeniden yapılanma sayesinde şirketin mali durumunun iyileşmesi ve kredibilitésinin yükselmesi durumunda bu tür olumlu etkiler beklenebilir.

2.4.2.4- Hedef Şirket Yöneticilerinin Çıkarları:

Hedef şirket bünyesindeki çıkar gruplarından en önemlisi başarıyla tamamlanan bir ele geçirme işleminin ardından, yönetimdeki konumlarını çok istisnai durumlar dışında yitirme tehlikesiyle karşı karşıya kalacak olan yöneticilerdir. Normal şartlar altında, şirket kontrolünü ele geçiren kişi, kontrolün el değişmesine onay vermemiş yöneticilerle çalışmak istemeyecek ve uygulamak istediği yönetim ve işletme politikasının gerçekleştirebilmek için öncelikli olarak yönetici kadroya kendi ekibini yerleştirecektir. Hatta deneyimli, bilgi birikimine sahip ve yetenekli yöneticilerin de görevlerine son verilmesi mümkün olup, bu şekilde, şirkete özgü uzmanlık bilgisinin ve deneyimlerinin rakip şirketlere aktarılması da söz konusu olabilecektir. Bu nedenle şirket kontrolünün ele geçirilmesi hedef şirket yöneticileri açısından bir çıkar çatışması yaratır.

Hedef şirket yönettiler! kontrol değişikliğiyle birlikte şirketteki pozisyonlarını kaybetmeseler bile hareket serbestilerinin sınırlandırılması nedeniyle, güç, prestij ve gelir kaybına uğramaları söz konusu olabilir.

Dolayısıyla hedef şirket yöneticilerinin şirket kontrolünde gerçekleşecek değişikliklere çoğu zaman sıcak bakmayacakları ve böyle bir durumla

karşılaşıldığında, kendi kişisel çıkarlarına göre hareket edecekleri yönünde “genel bir şüphe” altında oldukları kabul edilmektedir. Bu şüphe, dağınık paylı çok ortaklı anonim şirketlerde pay sahiplerinin yöneticiler üzerindeki kontrol olanaklarının azalmasına bağlı olarak daha da güçlenmektedir. Yöneticilerin kendi çıkarlarıyla çatışan bir şirket ele geçirmesine sıcak bakmamalarının somut sonucu ise, şirketteki pozisyonlarını kaybetmemek için, kontrol değişikliğini engellemeye yönelik birtakım yöntemlere başvurusu olarak ortaya çıkmaktadır

Bu şekilde, yöneticilerin görevlerini yerine getirirken gözetmekle yükümlü oldukları şirketin çıkarları, yöneticiler açısından bir avantaj sağladığı sürece geri plana itilebilecek, yöneticilerin çıkarlarıyla bağdaştığı sürece ise kontrol değişikliğine sıcak bakılabilecektir. Örneğin, yöneticilerin aynı zamanda şirkette pay sahibi olmaları durumunda kontrol değişikliği sonucu elde edebilecekleri kazancın yüksek olması olasılığında ele geçirmeye onay göstermeleri mümkündür. Hedef şirket yöneticilerinin kontrol değişikliğine sıcak bakabileceği bir diğer durum ise şirketteki pozisyonlarını kaybetmelerine karşılık kendilerine önemli menfaatler sağlanarak ele geçirme işleminin yöneticiler açısından “tatlandırılması” halidir.

Hedef şirket yöneticilerinin kontrol değişikliğine karşı çıkmaları mutlaka kendi çıkarlarını korumak istemelerine bağlı olmayabilir. Bazı durumlarda kontrol değişikliğinin objektif olarak şirket sahiplerine zarar vermesi mümkündür. Kontrol değişikliği sahiplerine önerilen bedelin çok düşük olması ya da ele geçirme girişiminin başarısız olacağı önceden açık ve kesin olması durandan buna örnek olarak gösterilebilir.

3- SONUÇ

Küçük bir işletmenin büyük bir işletme tarafından ya da büyük bir işletmenin daha büyük ve

daha karlı bir işletme tarafından, varlıklarının ve ya hisselerinin önemli bir kısmının satın alınması olarak ifade edilebilecek şirket ele geçirmeleri, temsil maliyetlerinin düşürülmesi, hedef şirketteki yüksek serbest nakit akışı, sinerji kazançları, farklı bir alanda ya da bölge veya ülkede faaliyet göstermek, şirketteki kontrol değişikliğinin gerçekleşmesinden sonra hedef şirket pay sahiplerinin sömürülmesi, yöneticilerin kendi çıkarları uğruna ellerinde daha çok şirket bulundurmak istemesi gibi çeşitli amaçlarla yapılmaktadır.

KAYNAKÇA

- GEDİKKAYA, Türkan; GÜRLER, Cihangül; “Birleşmeler ve Edinimler” makale; Kasım 1999
- ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008
- ÇELİK, Orhan, Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi, Ankara: Turhan Kitabevi. 1999
- SARIKAMIŞ, Cevat. Şirket Birleşmeleri, Avciol Basım Yayın, İstanbul, 2003