

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
Finans Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

BAŞARILI ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN
PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMÜ

Okan UZUN

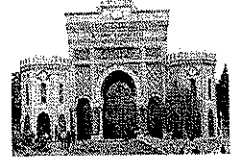
2501070155

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ

İSTANBUL-2010



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz FİNANS Bilim Dalında ders dönemindeki Eğitim - Öğretim Programını başarı ile tamamlayan 2501070155 numaralı OKAN UZUN'un hazırladığı "BAŞARILI ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMÜ" konulu YÜKSEK LİSANS/ DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15.Maddesi uyarınca 22.12.2010 Çarşamba günü saat 13.00'de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezininne* **OYBİRLİĞİ** /OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(*)	İMZA
PROF.DR.MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ	Kabul	
PROF.DR.BELKIS SEVAL	Kabul	
PROF.DR.AHMET KÖSE	Kabul	
DOÇ.DR.FATİH YILMAZ	Kabul	
YRD.DOÇ.DR.SERRA EREN SARIOĞLU	Kabul	

BAŞARILI ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN PERFORMANSLARININ ÖLÇÜMÜ

Okan UZUN

ÖZ

Birleşmeler ve satın almalar finansta yeni bir kavram değildir. Geçen yüzyıl boyunca çok sıklıkla görülmüşlerdir. Firmalar, değer yaratmak amacıyla birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Değer yaratmak birleşmelerin ve satın almaların en önemli yapıma nedenidir. Finansta bazı birleşme ve satın alma performanslarını inceleyen yöntemler bulunmaktadır. Bu araştırma hedef firmaların birleşme ve satın alma sonrasında hisse senedi getirilerinin ne ölçüde etkilendiğini incelemektedir.

PERFORMANCE MEASUREMENT IN SUCCESSFUL MERGERS

OKAN UZUN

ABSTRACT

Mergers and acquisitions are not a new phenomenon in finance. During the last century they occurred with great frequency. Firms attend mergers and acquisitions due to create value. Creating value is the most important motive of mergers and acquisitions. There are several performance techniques are used in finance. This research investigates how target firms' stock performances are affected by mergers and acquisitions.

ÖNSÖZ

Firmalar birçok nedenden ötürü birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Birçok firma büyümeyi sağlamak için birleşme ve satın alma faaliyetlerine girmektedirler. Bazı firmalar ise faaliyetlerini çeşitlendirmek için birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Bütün bu durumlarda birleşme ve satın almaların ne ölçüde başarıya ulaştığı sorulmaktadır.

Birleşme ve satın alma anlaşmalarının ne ölçüde başarılı olduğu birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörler birleşme ve satın alma teklif döneminde ve birleşme ve satın alma sonrası dönemde olmak üzere iki dönemde incelenmektedir.

Başarılı birleşme ve satın almaların performansları kısa ve uzun dönemde incelenmektedirler. Kısa dönemde olay çalışmaları yöntemi kullanılarak birleşme ve satın almaya konu olan firmaların fiyatlarındaki değişimler incelenmektedir. Uzun dönemde ise birleşme ve satın alma sonrasında firmaların finansal tablolarındaki değişimler incelenmektedir. Bu çalışmada olay çalışmaları yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmam süresince her türlü desteği sağlayan aileme teşekkür ederim.

Okan UZUN

İstanbul, 2010

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Endüstri Hayat Eğrisinde Birleşmeler ve Satın Almalar.....	18
Tablo 2.1. Ele Geçirme Girişimi Öncesi Önlemler.....	46
Tablo 2.1. Teklif Sonrası Savunma Önlemleri.....	46
Tablo 3.1. 1985-2000 Açıklanan Birleşme ve Satın Almalar.....	61
Tablo 3.2. 1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar.....	63
Tablo 3.3. 1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar.....	64
Tablo 3.4. 1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Alma Şekilleri.....	64
Tablo 3.5. 1963-1970 Arası Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	66
Tablo 3.6. 1970-1980 ABD'de Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri.....	70
Tablo 3.7. 1981-1989 ABD'de Gerçekleşen En Büyük On Birleşme ve Satın Alma....	71
Tablo 3.8. Ülkelere Göre Birleşme ve Satın Alma Büyüklükleri.....	75
Tablo 3.9. 1990-1999 Arası Birleşme ve Satın Almalar.....	76
Tablo 3.10. 2000-2009 Arasında 10 Büyük Uluslar arası Birleşme ve Satın Alma Anlaşmaları.....	78
Tablo 3.11. 1985-2000 Yılları Arasında Bankacılık Sektöründe Birleşme ve Satın Almalar.....	81
Tablo 3.12. 2002-2009 Arası Türkiye'de Birleşme ve Satın Almalar.....	83
Tablo 3.13. 2002'de Ülkelere Göre Satın Alan Firmaların İşlem Değeri ve Sayısı.....	85
Tablo 3.14. Hedef Şirketlerin İşlem Sayısına ve Değerine Göre Sektörel Dağılımı.....	86

Tablo 3.15. 2002’de Türkiye’de ilk on birleşme ve satın alma işlemi.....	87
Tablo 3.16. 2003’de Ülkelere Göre İşlem Değeri ve Sayısı.....	88
Tablo 3.17. 2003’de Türkiye’de ilk on birleşme ve satın alma işlemi.....	89
Tablo 3.18. İşlem Sayısına Göre Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	90
Tablo 3.19. 2004 Yılında Ülkelere Göre Gerçekleşmiş İşlem Değerleri.....	91
Tablo 3.20. 2005’te Gerçekleşen İlk On Birleşme.....	93
Tablo 3.21. 2006’da Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma.....	95
Tablo 3.22. 2007’de Gerçekleşmiş En Büyük On İşlem.....	97
Tablo 3.23. 2008’de Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma.....	99
Tablo 3.24. 2009’da Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma.....	100
Tablo 5.1. Tahmini Getiri Hesaplama Yöntemleri.....	122
Tablo 5.2. Alıcı Firma Açısından Değer Yaratımı Tahminleri.....	130
Tablo 6.1. Hedef Firma Listesi.....	133
Tablo 6.2. Hedef Firma için (-/+ 40 Gün)Ortalama Aşırı Getiri.....	141
Tablo 6.3. Hedef Firma için (-/+ 10 Gün)Ortalama Aşırı Getiri.....	143
Tablo 6.4. Akbank için Aşırı Getiri.....	145
Tablo 6.5. Aksu İplik için Aşırı Getiri.....	147
Tablo 6.6. DenizBank için Aşırı Getiri.....	149
Tablo 6.7. Garanti Bankası için Aşırı Getiri.....	151
Tablo 6.8. Grundig için Aşırı Getiri.....	153

Tablo 6.9. Migros için Aşırı Getiri.....	155
Tablo 6.10. Tansaş için Aşırı Getiri.....	157
Tablo 6.11. Yapı Kredi Bankası için Aşırı Getiri.....	159

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.Şirket Birleşmeleri.....	8
Şekil 1.2. Şirket Satın Almaları.....	10
Şekil 1.3. Şirket Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri.....	15
Şekil 1.4. Endüstri Hayat Eğrisi.....	17
Şekil 1.5. Ölçek Eğrisi.....	25
Şekil 2.1. Birleşme ve Satın Alma Taktikleri.....	40
Şekil 3.1. 2002-2009 Döneminde İşlem Adetleri.....	84
Şekil 3.2. 2002-2009 Döneminde İşlem Değerleri.....	84
Şekil 4.1. Teklif Süreci.....	117
Şekil 6.1. Hedef Firma için(-/+40 Gün) Ortalama Aşırı Getiri.....	142
Şekil 6.2. Hedef Firma için(-/+10 Gün) Ortalama Aşırı Getiri.....	144
Şekil 6.3.Akbank için Aşırı Getiri.....	146
Şekil 6.4. Aksu İplik için Aşırı Getiri	148
Şekil 6.5.DenizBank için Aşırı Getiri.....	150
Şekil 6.6.Garanti Bankası için Aşırı Getiri.....	152
Şekil 6.7.Grundig için Aşırı Getiri.....	154
Şekil 6.8.Migros için Aşırı Getiri.....	156
Şekil 6.9.Tansaş için Aşırı Getiri.....	158
Şekil 6.10.Yapı Kredi Bankası için Aşırı Getiri.....	160

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirket
Bkz.	Bakınız
HBG	Hisse Senedi Başına Düşen Gelir
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	Katma Değer Vergisi
md.	Madde
p.	Page
s.	Sayfa
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TL	Türk Lirası
Vb.	Ve Benzeri
vs.	Vesaire
yy.	Yüzyıl

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	v
ŞEKİLLER İSTESİ.....	vi
KISALTMALAR İSTESİ.....	vii
GİRİŞ	viii

1.ŞİRKET BÜYÜMELERİ, BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI İLE İLGİLİ GENEL AÇIKLAMALAR

1.1 Büyüme Kavramı.....	1
1.1.1 Firmaların Büyüme Nedenleri.....	2
1.1.2 Büyüme Nedenleri.....	3
1.1.2.1 Yatay Büyüme.....	3
1.1.2.2 Dikey Büyüme.....	3
1.1.2.3 Çapraz Büyüme.....	4
1.1.2.4 Benzer Alanlarda Büyüme.....	4
1.1.3 Büyüme Stratejileri.....	4
1.1.3.1 İçsel Büyüme.....	4
1.1.3.1.1 Bütünleşme Stratejileri.....	4
1.1.3.1.2 Çeşitlendirme Stratejileri.....	5
1.1.3.2 Dışsal Büyüme.....	5
1.1.3.3 Alternatif Büyüme Stratejileri.....	6
1.2 Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları.....	7

1.2.1 Şirket Birleşmeleri (Mergers).....	7
1.2.2 Şirket Satın Almaları (Acquisitions).....	9
1.2.3 Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri	11
1.2.3.1 Dikey Birleşmeler ve Satın Almalar.....	11
1.2.3.2 Yatay Şirket Satın Almaları ve Birleşmeleri.....	12
1.2.3.3 Karma Birleşmeler ve Satın Almalar.....	13
1.2.3.4 Aynı Merkezli Birleşme ve Satın Almalar	14
1.2.4 Birleşmelerin ve Satın Almaların Endüstri Hayat Eğrisiyle İlişkisi.....	15
1.2.5 Firma Birleşme ve Satın Almalarının Olası Sonuçları.....	19
1.2.6 Başarısız Birleşme ve Satın Almaları.....	21
1.2.6.1 Beraberce Yaşama Zorlukları.....	21
1.2.6.2 Hesapların Yanlış Yapılması.....	21
1.2.6.3 Ağır Borç Yükü.....	21
1.2.6.4 Sinerji Yaratılamaması.....	22
1.2.6.5 Aşırı Çeşitlendirme.....	22
1.2.6.6 Birleşme ve Satın Almaya Aşırı Odaklanma.....	22
1.2.7 Başarılı Şirket Satın Almaları ve Birleşmeleri İçin Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar.....	23
1.2.8 Firma Birleşmelerinin ve Satın Almalarının Nedenleri.....	24
1.2.8.1 Sinerji Yaratma.....	24
1.2.8.2 Ölçek Ekonomilerinin Sağlayacağı Yararlar.....	25
1.2.8.3 Olanaklara ve Kaynaklara Sahip Olma.....	27
1.2.8.4 Çeşitlendirme.....	27

1.2.8.5 Yetenekli Yöneticilere Sahip Olma.....	27
1.2.8.6 Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajlarının Olması.....	28
1.2. 8.7 Finansal Nedenler.....	28
1.2.8.8 Gelirlerin Önyüklenmesi (Bootstrapping).....	28
1.2.8.9 Gizli Değerleri Ortaya Çıkarma.....	30
1.2.8.10 Sınır Ötesi Nedenler.....	30
1.2. 8.10.1 Piyasa Etkinsizliğinden Faydalanma....	31
1.2. 8.10.2 Olumsuz Devlet Politikalarından Etkilenmemek	31
1.2. 8.10.3 Teknoloji Transferi.....	31
1.2. 8.10.4 Ürün Farklılaştırma.....	31
1.2. 8.10.5 Müşterileri Takip Etmek.....	31
1.2. 8.11 Vergi Avantajı.....	32
1.2. 8.12 Değerli Sınai Haklara Sahip Olma.....	32
1.2. 8.13 Rekabetin Azaltılması.....	32
1.2.8.14 Psikolojik Nedenler.....	33

2.BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ, İŞLEMLERİN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN FİNANSMANI

2.1 Birleşme ve Satın Alma Süreci.....	34
2.1.1 Rekabet Ortamının Analiz Edilmesi.....	34
2.1.2 Birleşme ve Satın Almaları Yürütecek Uzman Grubun Oluşturulması.....	35
2.1.3 Hedef Firmaların Belirlenmesi.....	36
2.1.4 Hedef Firmaların Finansal Analizlerinin Yapılması.....	38

2.1.5 Müzakere Süreci.....	39
2.2 Birleşme ve Satın Alma Taktikleri.....	40
2.2.1 Anlaşma Yoluyla Satın Alma ve Birleşme	42
2.2.2 Tek Taraflı Arzu ile Satın Alma.....	42
2.2.3 Borçlanarak Satın Alma.....	44
2.3 Firma Ele Geçirmeleri (Takeovers).....	45
2.3.1 Ele Geçirme Girişimi Öncesi Önlemler.....	47
2.3.1.1 Köpekbalığı Tiksindiriciliği (Shark Reppelents)....	47
2.3.1.2 Zehir Hapları (Poison Pills).....	47
2.3.1.3 Zehir Hamleleri (Poison Puts).....	48
2.3.1.4 Bölümlere Ayrılmış Yönetim Kurulu (Staggered Board of Directors).....	48
2.3.1.5 Sınırlandırılmış Oy Hakları (Restricted Voting Rights).....	48
2.3.1.6 Çoklu Katılım Oy Kullanma (Supermajority Voting Provisions).....	48
2.3.1.7 Piyasa Fiyatı Düzeltmeleri (Fair Price Amandments)49	
2.3.1.8 Altın Paraşüt (Golden Parachutes).....	49
2.3.1.9 Görüşülen Sözleşmeler (Negotiated Contracts).....	50
2.3.2 Teklif Sonrasında Geliştirilen Savunma Yöntemleri.....	50
2.3.2.1 Sadece Hayır (Just Say No).....	50
2.3.2.2 Tartışma (Litigation).....	50
2.3.2.3 Yeşil Mektup (Green Mail).....	51
2.3.2.4 Hisse Geri Alımı (Share Repurchase).....	51
2.3.2.5 Sermaye Yapısının Yeniden Düzenlenmesi	

(Leveraged Recapitalization).....	52
2.3.2.6 Değerli Mücevher Savunması (Crown Jewel Defense).....	52
2.3.2.7 Pac-Man Taktiği (Pac-Man Defense).....	52
2.3.2.8 Beyaz Şövalye (White-Knight Defense).....	53
2.3.2.9 Beyaz Kavalye (White Squire Defense).....	53
2.4 Birleşme ve Satın Almaların Finansman.....	54
2.4.1 Nakit Ödeme.....	55
2.4.1.1 Firma İçi Nakit Kaynaklar.....	56
2.4.1.2 Yabancı Kaynaklarla Yapılan Nakit Ödeme.....	56
2.4.1.3 Sermaye Artırımı ile Yapılan Nakit Ödeme.....	57
2.4.2 Hisse Senedi Değişimi Yoluyla Ödeme.....	57
2.4.3 Borç Senetleriyle Ödeme.....	58
2.4.4 Üçüncü Firmalara Ait Hisse Senetleriyle Ödeme.....	58

3. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN TARİHSEL GELİŞİMİ

3.1 Giriş.....	59
3.2 Dünyada Şirket Birleşme ve Satın Almalar.....	62
3.2.1 Birinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1893-1904).....	62
3.2.2 İkinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1916-1929).....	65
3.2.3 Üçüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1965-1969).....	65
3.2.4 Dördüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1981-1989).....	69
3.2.5 Beşinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1992-2002).....	74
3.2.6 Altıncı Birleşme ve Satın Alma Dönemi (2003-Günümüz).....	77
3.3 Türkiye’de Şirket Birleşmeleri.....	79

3.3.1 Türkiye’de Birleşme ve Satın Almaların Gelişimi.....	79
3.2.1 2002-2009 Arası Türkiye’de Birleşme ve Satın Almalar.....	82
3.2.1.1 Giriş.....	82
3.2.1.2 2002 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar	85
3.2.1.3 2003 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar.....	87
3.2.1.4 2004 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar	91
3.2.1.5 2005 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar	92
3.2.1.6 2006 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar.....	94
3.2.1.7 2007 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar.....	96
3.2.1.8 2008 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar.....	98
3.2.1.9 2009 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar.....	100
4.BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA DEĞERLEME	
4.1 Hedef Firma Değerleme.....	102
4.1.1 İndirgenmiş Nakit Akımları.....	102
4.1.2 Göreceli Değerleme.....	108
4.1.3 Karşılaştırmalı İşlem Analizleri.....	113
4.2 Fiyat Tekliflerinin Değerlendirilmesi.....	115

5.LİTERATÜR TARAMASI.....	118
----------------------------------	------------

6.ARAŞTIRMA

6.1. Giriş.....	131
6.2. Araştırmanın Kapsam ve Verileri.....	131
6.3. Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi ve Analizi.....	132
6.4. Teklif Sahipleri ve Hedef Firmalar Açısından Getiriler	
6.4.1. Getirilerin Hesaplanması	133
6.4.2. Hipotezler.....	137
6.4.3. Araştırmada Kullanılan Test Yöntemi.....	138
6.5. Bulgular.....	140
6.5.1.Aşırı Getiriler.....	140
6.5.2.Hedef Firmaların Aşırı Getirileri.....	144
6.5.2.1.Akbank.....	144
6.5.2.2.Aksu İplik.....	146
6.5.2.3.Denizbank.....	148
6.5.2.4.Garanti Bankası.....	150
6.5.2.5.Grundig.....	152
6.5.2.6.Migros.....	154
6.5.2.7.Tansaş.....	156
6.5.2.8.Yapı Kredi Bankası.....	158
SONUÇ.....	161
KAYNAKÇA.....	164

GİRİŞ

Son yirmi yılda dünyada hızlı bir küreselleşme yaşanmaktadır. Küreselleşme ile sermaye akışına engel olan sınırlar kalkmaktadır. Sermaye, rekabetin yoğun yaşandığı gelişmiş ülkelerden, verimin ve rekabetin göreceli daha az olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru akmaktadır. Sermaye dolaşımının serbestleşmesi ile rekabet ortamı her geçen gün artmaktadır.

Şirketler “birleşmek ya da satın almak” için birleşme yapmamaktadırlar. Mevcut durumlarını korumak, rekabet edebilmek veya büyümek için satın alma ya da birleşme yapmaktadırlar. Bu araştırmada şu sorulara cevap aranmıştır: Acaba şirket satın almaları ve birleşmeleri ne kadar başarılı olmaktadır? Başarıları nasıl ölçülmektedir? Ana şirket hedef şirketi aldığı anda hedeflerine ulaşabilmiş midir?

Şirket birleşmelerinde başta yapılan değerlendirme ve hedefler önemli rol oynamaktadırlar. Keza gerçekçi olmayan hedefler şirket satın almaları ve birleşmelerinin başarısız olmalarına neden olmaktadır. Birleşme satın almalarından önce ana şirketlerin hedeflerinin ve değerlemelerinin ne kadar gerçeği yansıttığını incelemekte fayda vardır.

Şirket birleşmeleri ve satın almalarını salt finansal konu olarak değerlendirmek yanlış olabilmektedir. Yönetim bilimi, muhasebe, vergi ve hukuk konularıyla birlikte incelemek gerekmektedir.

Bu çalışmanın amacı, ülkemizde gerçekleşmiş şirket birleşmeleri ve satın almalarının performanslarının, hisse senedi fiyatları performansı üzerinde etkilerini incelemektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, büyüme kavramı ve stratejileri ile birleşme ve satın alma türleri ve birleşme ve satın almalara neden olan faktörler anlatılmıştır.

İkinci bölümde; birleşme ve satın almaların süreçleri, finansmanı, birleşme ve satın almaları önleyici taktikler incelenmiştir.

Üçüncü bölümde; birleşme ve satın almaların dünyada ve Türkiye’de tarihsel gelişimi açıklanmıştır. Birleşmelerin ve satın almaların yoğun olduğu dönemler ve ülkelere göre farklılıkların etkileri analiz edilmiştir.

Dördüncü bölümde birleşme ve satın almalarda değerlendirme yöntemleri anlatılmıştır.

Beşinci bölümde birleşme ve satın almaların performanslarının ölçümü hakkında daha önce yapılmış akademik çalışmalar incelenmiştir

Çalışmanın altıncı bölümünde İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)’ ye kote olmuş şirketlerin birleşme ve satın almalarında olay çalışmaları yöntemi kullanılarak piyasa modeliyle aşırı getirileri hesaplanmıştır.

1. ŞİRKET BÜYÜMELERİ, BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI İLE İLGİLİ GENEL AÇIKLAMALAR

Araştırmanın bu bölümünde, büyüme ve birleşmeler ve satın almalar bölümleri altında iki gruba ayrılmıştır. Birleşme ve satın almaları açıklamadan önce büyüme kavramına değinmek birleşme ve satın almaların daha kolay anlaşılmasını sağlayacaktır.

1.1. Büyüme Kavramı

Firmalar, varlıklarını devam ettirebilmek, için büyümek zorundadırlar. Günümüzde firmaların amacı; varlıklarını korumak, olası riskleri en aza indirmek, büyüme hızlarını en yüksek düzeye çıkarmak, bağımsızlıklarını koruyabilmek ve büyümenin gerektirdiği finansman gereksiniminin tamamını ya da bir kısmını karşılayabilmek için yeterli kar sağlamaktır. Kısacası, firmanın temel amacı değerini maksimize etmektir.¹

Klasik büyüme tanımlarına bakıldığında büyüme sayısal artışı ifade etmektedir. Sayısal büyüme, firmanın özellikleri göz önünde bulundurularak satış gelirlerinde, ürün yelpazesinde, kaynak büyüklüğünde (çalışanların sayısı, sermaye büyüklüğü), varlık büyüklüğünde (yatırımlarda artış) ve kapasite kullanımında bir artışı içermektedir.² Fakat her sayısal gelişme kesin bir büyümeyi ifade etmemektedir. Büyümeden bahsedebilmek için niteliksel gelişmelerin de olması şarttır. Niteliksel büyüme için firmada yer alan unsurların kalitesinin yükselmesi gereklidir. Niteliksel unsurlar fark edilebilmektedir fakat kantitatif olarak açıklanması zordur.³

Hissedarlar açısından da büyüme oldukça önemlidir. Firmaların uyguladıkları büyüme stratejileri firmaların gelirlerini ve piyasa değerlerini etkilemektedir. Hissedarlar firmanın piyasa değerinin artması sonucunda oluşan sermaye kazancı ve dağıtılan karlar ile refahlarını artırmaktadırlar.

¹ Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, 7. Basım, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 1998, s. 889

² Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, 1. Basım, İstanbul: Literatür Yayınları, 2004, s. 201

³ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.201

Büyüyen şirket (growth company) satışlarındaki ve karlarındaki artışı ortalamanın üzerinde olan firmadır. Fakat bu tanımın bazı kısıtları bulunmaktadır. Kârlardaki değişim firmanın uyguladığı muhasebe standartlarıyla ilgilidir ve karlar muhasebe prosedürlerinden etkilenmektedir. Ayrıca birleşmeler ve diğer dış faktörler firmanın büyüme oranlarını etkilemektedir. Öte yandan Salomon⁴ (1963) ve Modigliani-Miller⁵ (1961) büyüyen firmayı, yatırımlarından elde ettiği getiri oranının bu yatırımlar için kullandığı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden (AOSM) daha yüksek değere sahip firma olarak tanımlamaktadır. Örnek verecek olursak, firmanın yatırım için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %15 ve yatırımdan elde edeceği getiri de %20 ile %25 arasında değişiyor ise bu firma büyüyen firmadır. Kârlı yatırım fırsatlarının sonucu olarak firmanın kârları ve satışları sektördeki diğer oyunculardan daha yüksek olacaktır.

Büyüme ekonomi bilimi açısından incelendiğinde ise mikro açıdan firmalar için vazgeçilmez iken, makro açıdan ise ülke kaynaklarının etkinliğinin ve ülkenin refah düzeyinin artırılması için önemli olmaktadır⁶.

1.1.1. Firmaların Büyüme Nedenleri

Firmaların temel büyüme nedenleri ekonomiktir. Ekonomik nedenlerin yanında firma sahiplerinin veya yöneticilerinin tutumları da firmanın büyümesinde etkili olabilmektedir⁷.

Temel büyüme nedenin ekonomik olmasının sebebi ise firmaların ölçek ekonomisinden faydalanmaya çalışmalarıdır. Ölçek ekonomisinin nedenleri aşağıda sıralanmaktadır⁸.

⁴ Ezra Solomon, *The Theory of Financial Management* (New York: Columbia University Press, 1963), s.55–68; Aktaran: Frank K. Reilly, Keith C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management* 7. Basım, Cengage: South Western, 2002, s.541

⁵ Merton Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business* 34, no. 4 (October 1961): 411–433, Aktaran: Reilly, Brown, a.g.e., s.541

⁶ Kerem Moral "Firma Birleşmeleri ve Değerleme Yöntemleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi BE, 1998), s.4

⁷ Öztin Akgüç, a.g.e. s.889

- (i) AR-GE (Araştırma – Geliştirme) faaliyetlerinin ekonomik olarak sürdürülmesi
- (ii) Büyük ölçekte üretimin sabit maliyetler üzerindeki olumlu etkisi
- (iii) Yetenekli personeli çalıştırma olanağının artması
- (iv) Riskin azaltılması

Diğer koşulların sabit kalması şartıyla firmalar ölçek ekonomilerinden faydalanarak kârlılıklarını artırabilmektedirler⁹.

1.1.2. Büyüme Yönleri

Firmalarda büyüme, yatay, dikey, çapraz ve benzer alanlarda olmak üzere dört yönde olabilmektedir¹⁰.

1.1.2.1. Yatay Büyüme

Yatay büyüme, firmanın ana faaliyetinin bulunduğu sektördeki pazar payını artıracak şekilde büyümesidir. Firma, yaratmış olduğu fonları aynı işkolundaki yatırımlara ayırarak büyümeyi sağlayabilmektedir.

1.1.2.2. Dikey Büyüme

Firmalar üretim yaparlarken ya da hizmet sağlarken, üretimden satışa kadar birbirini izleyen aşamaları takip etmektedirler. Bu aşamaların bazılarını firmalar kendi bünyelerinde gerçekleştirmekte, bazılarını ise başka firmalardan almaktadırlar. Örneğin çikolata üreticisi üretiminde kullandığı şekeri, kakao ve sütü değişik üreticilerden almaktadır. Firmanın şeker üreticisini alması dikey büyümeye örnek olmaktadır.

⁸ Akgüç, a.g.e., s.889

⁹ Akgüç, a.g.e., s.890

¹⁰ Akgüç, a.g.e., s.890

1.1.2.3. Çapraz Büyüme

Çapraz büyüme, bir firmanın ana faaliyeti dışındaki alanlara da yatırım yapmasıdır. Çapraz büyüme direk yatırım, birleşme ve satın almalar veya ortak girişimler sonucunda olmaktadır.

1.1.2.4. Benzer Alanlarda Büyüme

Aralarında dikey üretim ya da hizmet ilişkisi olmayan, birlikte aynı ürünü üretmeyen veya aynı hizmeti sağlamayan fakat birbirleriyle ilişkisi olup birleşmesi yoluyla sağlanan büyümedir.

1.1.3. Büyüme Stratejileri

Firmalarda büyüme stratejileri içsel ve dışsal büyüme olmak üzere iki türlüdür.

1.1.3.1. İçsel Büyüme

İçsel büyüme, firmalarının normal aktivitelerinin sonucunda elde ettikleri ya da dış kaynaklardan sağladıkları fonları yeni projelere aktararak büyümeleridir.¹¹ özellikle küçük ve orta büyüklükteki firmalar i büyümeyi tercih etmektedirler. İçsel büyüme kendi içinde bütünleşme ve çeşitlendirme stratejileri olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır

1.1.3.1.1. Bütünleşme Stratejileri

Bütünleşme stratejileri, firmanın mevcut faaliyetlerinde bir yenilik getirmeden satışlarını artırmaya yönelmesidir. Özellikle tek bir sektörde uzmanlaşmış firmalar

¹¹ Dan R. Dalton ve Kesner F. Idalere, "Organizational Growth: Big is Beautiful", *The Journal of Business Strategy*, S.1 summer 1985, s.38.

tarafından kullanılmaktadır. Bütünleşme stratejileri ürünlerin hayat eğrilerinin ilk aşamalarında tercih edilmektedir¹².

1.1.3.1.2. Çeşitlendirme Stratejileri

Çeşitlendirme stratejileri, yeni bir ürün/pazar alanına girerek büyümeye dayanan stratejilerdir. Çeşitlendirme stratejileri, piyasa geliştirme veya ürün çeşitlendirmesi şeklinde gerçekleştirilebilmektedir.

İçsel büyüme stratejilerinden yüksek getiri beklenmektedir. Bunun yanında, firma kültürü ya da uygulamalarına bakıldığında, dışsal büyüme stratejilerinde karşılaşılan sorunların içsel büyümede yaşanmadığı görülmektedir. Çok zaman alması içsel büyümenin en büyük zaafı olmaktadır. Ayrıca birçok durumda dışarıdan yardım almanın gerekebileceği görülmüştür¹³.

1.1.3.2. Dışsal Büyüme

Bir işletmenin diğer işletme veya firmaların tamamını veya bir bölümünü ya da varlıklarını satın alarak büyümesi dış büyüme olarak nitelendirilmektedir. Dış büyüme firmaların başka işletmelerin tümünü alarak ya da yönetimlerini ele geçirerek büyümeyi tercih etmesidir.¹⁴

Şirketler içsel ya da dışsal büyüme modeli arasından hangisini seçeceklerine karar verirken, içinde buldukları ekonomik konjonktür, şirketin müşteri kitlesi ve teknik imkânlar birlikte değerlendirilmelidir. Şirket yönetimi açısından doğru olan yaklaşım, hangi koşullarda küçük firmaların ya da büyük firmaların avantajlı olduğunun bilinmesi

¹² John R. Montanari, Cyril P. Morgan, Jeffrey S. Bracker, **Strategic Management: A Choice Approach**, Chicago, The Dreyden Press, 1990, p.126-127 Aktaran: Melike Serçe ("Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'e Şirket Birleşmeleri"), Marmara Üniversitesi SBE, 2009, s.11

¹³ J. Fred Weston, Samuel C. Weaver, **Mergers and Acquisitions**, McGraw Hill Executive MBA Series,

¹⁴ Akgüç, a.g.e., s.891

ve ona göre bir organizasyon yapısına gidilmesi, ona göre bir hedef müşteri grubu seçilmesi ve tüm işletme fonksiyonlarının bu kritere göre düzenlenmesidir.¹⁵

1.1.3.3. Alternatif Büyüme Stratejileri

Alternatif büyüme yolları hem dışsal hem içsel büyümeyi kapsamaktadır. Başarılı bir büyüme stratejisi firmaların içinde var oldukları koşullara göre değişiklik göstermektedir. Alternatif büyüme stratejileri aşağıdaki gibidir¹⁶:

- İçsel ve dışsal büyümenin uygulandığı karma strateji
- Birleşmeler ve ele geçirmeler
- Ortak girişimler (joint ventures)
- Stratejik ortaklıklar
- Yatırımlar
- Özel anlaşmalar
- Lisans anlaşmaları
- Franchising

1.2. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları

Değişen ekonomi, rekabet koşullarına firmalar ayak uydurmak zorunda olduklarından zaman zaman firmaların faaliyetlerinde genişlemeler, daralmalar veya sahiplik yapılarında değişimler olmaktadır. Firmalar vizyonları ve misyonları gereği birleşmeler, satın almalar ve diğer dışsal büyüme stratejilerini uygulamaktadırlar. Bu nedenden dolayı birleşme ve satın almaların başarıya ulaşması firmalar için hayati önem taşımaktadır.

Birleşme ve satın almalar terim olarak birbirine benzemektedir. Temelde birleşme ve satın almalar aynı unsurları içermektedirler.

¹⁵ Helin Berfin Akyüz, *Türk Rekabet Hukuku Kapsamında Şirketlerde Birleşme ve Devralmalar*, 1. Baskı, Ankara: Adalet Yayınevi, 2007, s.34

¹⁶ J. Fred Weston, Samuel C. Weaver, a.g.e. s.122

Birleşme ve satın alma faaliyetleri yerel alıcılar, yabancı alıcılar, finansal alıcılar ve zorluğa düşen firmaları elde etmeye yönelenler olmak üzere dört tip alıcı tarafından yapılmaktadır. Yerel alıcı, ana iş kolundaki faaliyetlerini genişletip, rekabet gücünü yükseltmek ve dolayısıyla da kazancını artırmak için birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmaktadır. Yabancı alıcılar ise iç pazara girebilmek, verimliliği artırmak amacıyla birleşme ve satın almalara taraf olmaktadır. Finansal alıcılar portföylerini çeşitlendirmek amacıyla değer yaratabilecek firmaları almaktadırlar.

Bir şirket diğer bir şirketi satın aldığında satın aldığı şirkete yatırım yapmaktadır. Yatırım yapılırken sermaye yatırım kararlarının temel ilkeleri uygulanmaktadır. Eğer hissedarların refahına bir katkı sağlanıyorsa satın alma gerçekleştirilmektedir. Satın alma ya da birleşmede kilit nokta değerlendirme kısmı olmaktadır. Değerlemede yarar ve maliyetlerin doğru belirlenmesi zor olmaktadır. Bir şirketin satın alınması yeni bir makinenin satın alınmasından daha karmaşık bir iştir. Çoğu zaman işin içine özel vergi uygulamaları ve özel yasalar girmektedir.

Birçok birleşme ve satın alma dostça yapılmaktadır. Fakat bazı durumlarda da bir firma almak istediği firmayı dostça olmayan yollarla ele geçirme girişiminde bulunabilmektedirler.

1.2.1. Şirket Birleşmeleri (Mergers)

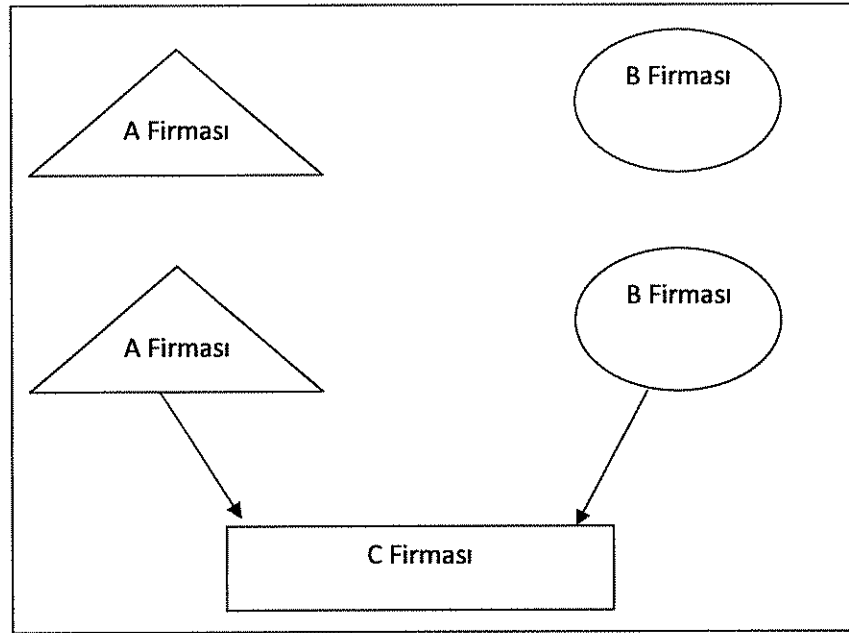
Birleşme, iki veya daha fazla firmanın, tüzel kişiliklerini sona erdirerek, tüm varlıklarını ve yeteneklerini birleştirmek koşuluyla yeni bir isim ve tüzel kişilik altında faaliyete geçmeleridir. Şirket birleşmeleri Türkiye’de “şirket evlilikleri” olarak da bilinmektedir. Birleşmedeki hedef: yeni bir isim altında bağımsız daha güçlü konumda olmak ve böylelikle yaşamlarını devam ettirmek, büyümek, durumlarını muhafaza etmek veya rekabet avantajı sağlamaktır. Şirket birleşmeleri genellikle karşılıklı anlaşma ile gerçekleşmektedir¹⁷.

¹⁷ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.310

Başka bir tanıma göre birleşme, nisbi olarak karşılaştırılabilir yapıya sahip iki varlığın bir araya gelmesi ve her bir firmanın en iyi unsurlarını yeni organizasyona katmasıdır.¹⁸ Aşağıdaki şekil iki firmanın birleşmesini göstermektedir:

Şekil 1.1.

Şirket Birleşmeleri



Kaynak: Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, 1. Basım, İstanbul: Literatür Yayınları, 2004, s. 311

Şirket birleşmelerinin belli başlı özellikleri aşağıdaki gibidir¹⁹:

- Birleşen firmalar tüzel kişiliklerini sonlandırmaktadırlar. Birleşen firmalar, yeni bağımsız tek bir firma olurlar.
- Birleşme genellikle, karşılıklı anlaşmayla olmaktadır.

¹⁸ Marc J. EPSTEIN, "The Determinants and Evaluation of Merger Success", Indiana University Kelley School of Business, *Business Horizons*, Vol.48, Iss. 1, H Jan/Feb 2005, s.37-38.

¹⁹ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.312

- Birleşme göreceli olarak, eşit koşullarda gerçekleşmektedir. Burada eşit koşullar, hisselerin veya ortaklığın %50-50 eşit paylarda olması anlamında değildir. Çok büyük ve zengin bir işletme ile, yüksek yeteneklere sahip ama küçük bir işletme %90-10 ortaklık payı alarak, göreceli olarak eşit koşullarda, yeni bir firma oluşturabilirler. Eşitlik “pay” da değil, “ tarafların mutabık kaldığı ve kabul ettikleri “hak” ‘da olan göreceli eşitliktir.

Teoride birleşme faaliyetlerinde tarafların teknik ve yasal gereklilikler hakkında tartışarak anlaşmaya varmaları beklenmektedir. Tarafların çeşitli konuları müzakere etmeleri sonucunda dostça bir araya gelmeleri düşünülmektedir. Bazı durumlarda müzakere süreci dostça olmamaktadır. Fakat düşmanca başlayan birleşme süreçlerinin yoğun müzakereler sonucunda dostça karara bağlandığı görülmektedir. Ancak her birleşme süreci dostça bitmeyebilmektedir. Tarafların yapılacak anlaşmada daha güçlü ve baskın olmak isteği birleşmelerin düşmanca yapılmasının nedeni gösterilmektedir²⁰.

Firmaların birleşme kararı ilk olarak yönetim mercilerince tartışılmaktadır. Yönetim mercilerince birleşme kararı alındıktan sonra pay sahiplerinin oylarına başvurulmaktadır. İlk mutabakat yöneticiler arasında gerçekleşmektedir²¹.

1.2.2. Şirket Satın Almaları (Acquisitions)

Bir işletmenin, başka bir işletmenin tamamını veya çoğunluk hisselerini satın alarak o işletmeyi kontrolü altında tutmasıdır. Şirket satın almalarında birleşmelerdeki gibi satın alan ve satın alınan firmaların tüzel kişilikleri sona ermemektedir. İki firma da kendi faaliyetlerine devam etmektedirler. Değişen tek durum satın alan firmanın, satın alınan firmanın mülkiyetini ve dolayısıyla da yönetimini ele geçirmesidir. Satın almalar değişik nedenlerden yapılabilmektedir. Ama en önemli satın alma nedenlerinden biri,

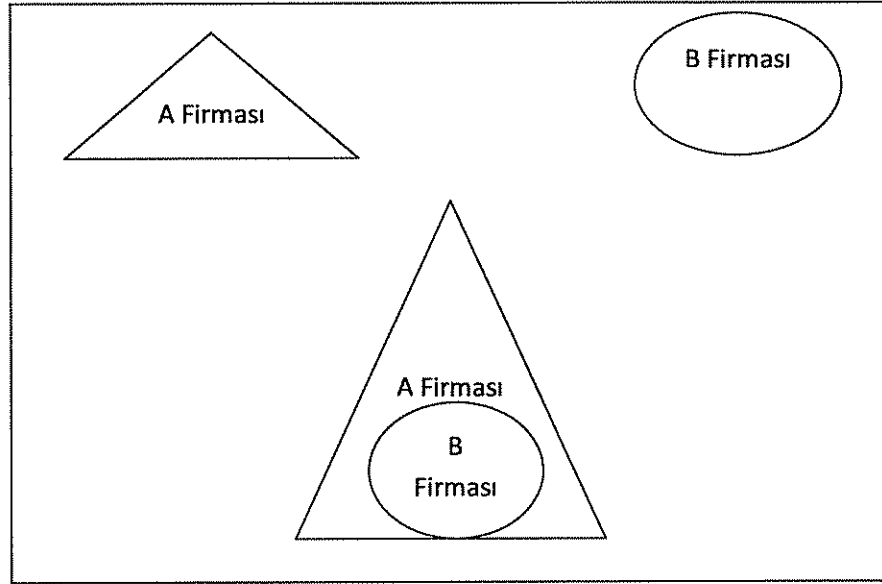
²⁰ J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Fourth Edition, Pearson/Prentice Hall, 2004, s.5.

²¹ Steven BISHOP, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, *Corporate Finance*, 5.Edition, Pearson/Prentice Hall, 2004 s.286

satın alanın, satın alınan firmanın varlık ve yeteneklerinden yarar sağlaması konusudur.²²

Bir firma başka bir firmanın olması gerekenden daha az başarılı olduğunu görürse, o firmayı satın almak isteyebilmektedir. Ana firma, hedef firmayı ele geçirmeye ve başarısız yönetim kadrosunun yerine kendi seçtiği yönetim kadrosunu geliştirmeye çalışacaktır.

Şekil 1.2.
Şirket Satın Almaları



Kaynak: Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s. 312

Firma satın almalarındaki öne çıkan olgular şöyledir²³:

- Satın alınan firmanın tamamının ya da çoğunluk hisselerinin satın alınması gerekmektedir. Azınlık hisselerinin satın alınması hukuken satın alma işlemi olsa da işletme literatüründe şirket satın alınması olarak tanınmamaktadır.

²² Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.312

²³ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e, s. 312

- Satın alan ve satın alınan firmaların eski tüzel kişilikleri devam etmektedir. Satın alınan firma, satın alan firmanın portföyündeki işletmelerden biri (bağlı işletme) olarak, satın alan firmanın yönetim kontrolünde faaliyetlerine devam etmektedir. Bağlı işletmenin yönetim kontrolüne sahip olan ana firma, koşullara göre bağlı işletmenin tüm varlık ve borçlarını kendisine katabilmektedir ve bağlı işletmenin hukuksal varlığını sona erdirebilmektedir. Eğer ana firma, bağlı işletmenin tamamına sahip değil de çoğunluk hisselerine sahipse, bağlı işletmenin varlığını sona erdirilebilmesi ancak ve ancak azınlık hisse sahipleriyle anlaşarak gerçekleşmektedir.
- Satın alma, çoğu durumda, satın alan firmanın istek ve niyetleri ile tek taraflı gerçekleşmektedir. Bazı durumlarda tek taraflı niyet düşmanca ve tek taraflı olabilmektedir. Ayrıca, pazarda nitelikleri olan, fakat finansal açıdan yeterli olmayan firmalar, güçlenmek ve faaliyetlerini devam ettirebilmek için güçlü bir kuruluş tarafından satın alınma isteğinde olabilmektedirler. Bu durumda satın alma faaliyeti tarafların karşılıklı anlaşmaları sonucunda gerçekleşmektedir.

1.2.3. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri:

1.2.3.1. Dikey Birleşmeler ve Satın Almalar

Aynı sektörde ve tedarik zinciri içinde bulunan işletmeler arasındaki birleşmeler ve satın almalar dikey birleşme veya satın alma olarak adlandırılmaktadırlar. Dikey satın almalar veya birleşmeler, ileriye yönelik ya da geriye dönük olabilmektedir. Tedarik zincirinde, işletmenin ürünlerinin tüketici pazarına yönelik dağıtımını yapan diğer işletmelerle yapılan birleşme ve satın alma, ileriye dönük dikey birleşme veya satın almadır. İşletmenin girdilerini sağlayan tedarikçi pazarına yönelik tedarik faaliyetlerinde bulunan işletmelerle yapılan bir birleşme ve satın almalar, geriye yönelik dikey satın alma ve birleşmelerdir.²⁴

²⁴ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.315

Firmaların geriye doğru dikey birleşme yapması, işletmelerin rakiplerine göre düzenli hammadde elde etme, kaynakları kontrol etme ve maliyet avantajı elde etmelerini sağlamaktadır.

İleriye doğru dikey birleşme ve satın alma ise, şirketin dağıtım kanallarına daha hakim olmasını, pazarlama faaliyetlerini kendi kontrolü içinde yapmasını, ürün ve hizmet sunulmasında düzeni ve kaliteyi sağlamaktadır.²⁵

1.2.3.2. Yatay Şirket Satın Almaları ve Birleşmeleri

Yatay birleşme, aynı malı ya da hizmeti üreten firmalar arasında yapılmaktadır. Kısaca yatay birleşme ve satın alma aynı sektördeki rakipler arası birleşme ve satın almalarıdır.

Yatay birleşme, rekabetin yoğun yaşandığı, ürünlerin çabuk demode olduğu sektörlerde gerçekleşebilmektedir. Firmalar, belirsizliği azaltmak ve rekabet gücünü artırmak için yatay birleşme ve satın alma yapmaktadırlar.²⁶ Fransız otomobil üreticisi Renault'un Japon otomobil üreticisi Nissan ile birleşmesi yatay birleşme ve satın almalara örnektir.

Yatay birleşme ve satın almaların firmalara sağlayacağı faydalar aşağıda sıralanmaktadır:²⁷

- Üretimde kullanılan araçlarda uzmanlaşarak maliyet avantajı sağlamak,
- Pazarlama fonksiyonlarının, satış, dağıtım ve tutundurma faaliyetlerinin tek bir elden yapılarak maliyet avantajı ve etkinlik sağlanması,
- Karşılıklı teknoloji transferi ile kullanımda verimlilik ve etkinlik sağlanması,

²⁵ Neslihan Karaca, "Şirket Birleşmelerinde Çalışanların Kaygı ve İş Tatmini Düzeyleri Üzerine Bir Araştırma", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2007), s.14. Aktaran: Serçe, a.g.e., s.24.

²⁶ Edge Aşkıncı "Şirket Birleşmelerinde Entelektüel Sermayenin Rolü, Önemi ve Bir Araştırma", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2005), s.25.

²⁷ Bahadır Gülmez, "Şirket Birleşme, Devralma ve Devralan Şirketin Hisse Senedi Performansı Açısından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama". (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, 2006), s.4.

- Yatay birleşme ve satın alma daha önce rakip olan firmaların birleşmesini ifade ettiğinden ötürü birleşme ve satın alma sonrasında rakipliğin ortadan kalkmasıyla rekabetin zayıflaması.

Yatay birleşmelerin teknelci etkisi, kamu otoriterlinin bu alanda sınırlayıcı önlemler almasına neden olmuştur. Yatay birleşmelerin ilk görüldüğü 1800'lü yılların sonunda, birleşme ve satın almalar tekel oluşturmak için yapılmaktaydı. İlk rekabeti düzenleyici yasalar bu dönemde ortaya çıkmıştır. Türkiye'de ise Rekabet Kurumu birleşme ve satın almaları düzenleme hak ve sorumluluğuna sahiptir.

1.2.3.3. Karma Birleşme ve Satın Almalar

Farklı sektör veya pazarlardaki firmalar arasında birleşme ve satın almalar söz konusu olmaktadır. Karma birleşme ve satın almalar; teknoloji, üretim süreçleri ve pazarlar açısından birbiriyle bağları olmayan iki veya daha fazla firmanın birleşmesinden ve satın alınmasından oluşmaktadır.

Karma birleşme ve satın almaların iki önemli karakteristik özelliği bulunmaktadır. Bunardan birincisi, çeşitli sektörlerde firmalar için gerekli olan ve işletme fonksiyonları arasında yer alan araştırma, üretim, pazarlama vb. farklı uzmanlık gerektiren konularda kontrolün sağlanmasıdır. İkinci özelliği ise, kazançlardaki ve satışlardaki dalgalanma azaltılmaya çalışılarak riski dağıtmak için çeşitlendirme olanağı yaratılmasıdır.²⁸

Karma birleşme ve satın almalar üç alt gruba ayrılmaktadır:²⁹

- Ürün genişletmesi: Üretilen ürünler arasında rekabet olmamaktadır. Birleşen firmaların üretim ya da dağıtım departmanları fonksiyonel olarak benzerlik göstermektedir.

²⁸ Weston, Shung ve Hoag, a.g.e., s.85.

²⁹ Orhan ÇELİK, *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*, Turhan Kitabevi Ankara, 1999, s.7

- Pazar genişletmesi: Birleşen firmalar, aynı ürünü üretmektedirler fakat farklı pazarlarda farklı pazarlama stratejileri uygulamaktadırlar. Böylelikle ürünlerini daha geniş coğrafyalara ulaştırma imkanına sahip olmaktadır.
- Saf karma birleşmeler: Firmalar arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır. Farklı alanlarda faaliyette bulunan firmalar arasında birleşme ve satın alma gerçekleştirilmektedir.

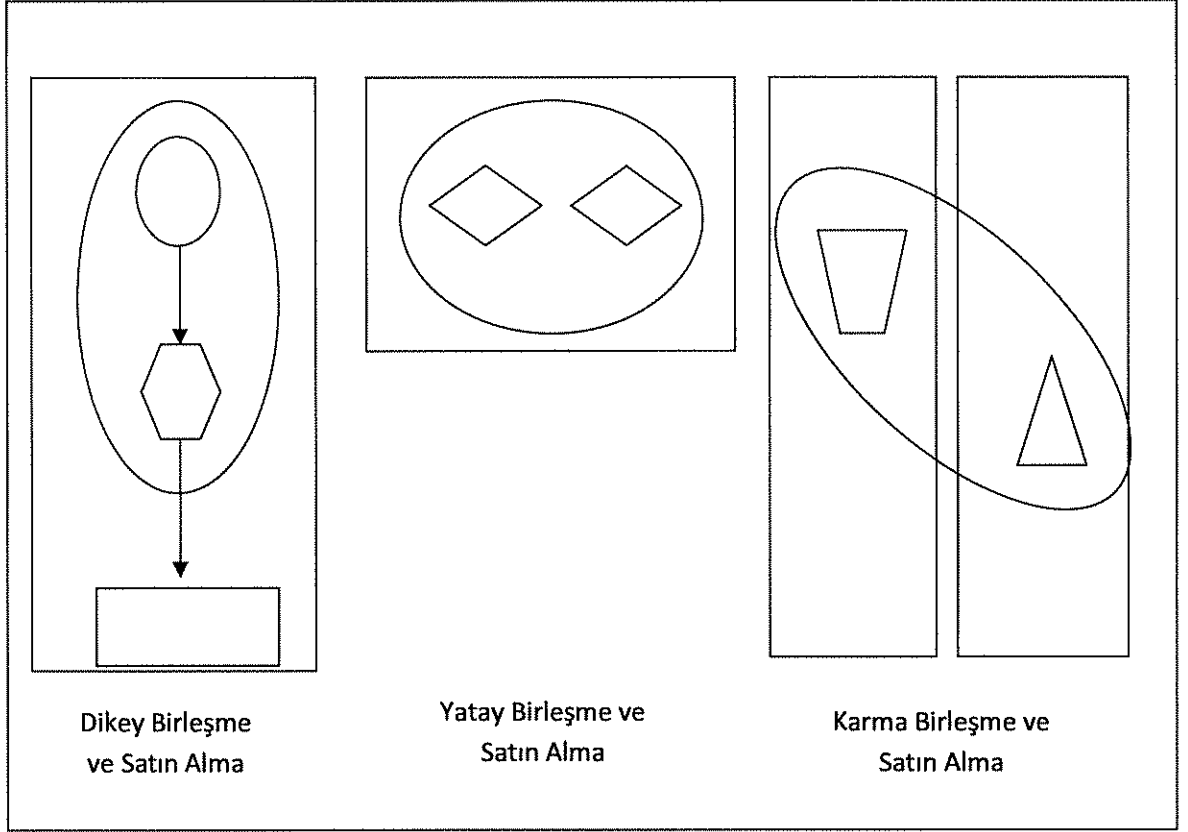
1.2.3.4. Aynı Merkezli Birleşme ve Satın Almalar

Karma birleşme ve satın almalar aynı sektöre şirketlerin üretmediği malları üreten bir hedef firmayla birleşerek mamul çeşidini artırma amacı ile yapıldığında bu birleşme aynı merkezli birleşme ve satın alma olarak adlandırılmaktadır.³⁰ Bir bilgisayar firması ile bir elektronik firmasının birleşmesi, aynı merkezli birleşme ve satın almalara örnektir.

Aynı merkezli birleşmeler, teknoloji, üretim süreci ve pazar açısından birbirleriyle ilişkili firmalar arasında gerçekleşmektedir. Bu birleşme türü satın alınan firmanın ürün hattını, pazar payını veya teknolojisini geliştirme amacı taşımaktadır. Şekil 1.3'te birleşme ve satın alma yöntemlerini özetlemektedir.

³⁰ Cevat Sarıkamış, **Şirket Birleşmeleri**, 1. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım yayın, 2003, s.44.

Şekil 1.3.
Şirket Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri



Kaynak: Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e, s. 315

1.2.4. Birleşmelerin ve Satın Almaların Endüstri Hayat Eğrisiyle İlişkisi

Birleşme ve satın alma kararlarında endüstri hayat döngüleri önemli rol oynamaktadır. Sektörel büyüme dönemleri birleşmelerin satın almaların zamanlaması açısından yatırımcılara yol göstermektedir.

Endüstri hayat evrelerinin birleşme ve satın almalar üzerine etkilerini incelemeyden önce, bu evrelerin ne olduğunu açıklamakta fayda vardır. Endüstri hayat evreleri, satışlardaki büyüme hızlarını temsil etmektedirler. Başlangıç dönemi, büyüme dönemi, olgunluğa geçiş dönemi, olgunluk dönemi ve düşüş dönemi olmak üzere toplam beş adet endüstri hayat evresi vardır.

Başlangıç dönemi, sektörün ortaya çıktığı ve yapılandığı bir dönemdir. Bu dönemde, satışların büyüme hızı düşüktür fakat yavaşça büyümektedir. Kâr marjları satışların büyüme hızı kadar yüksek değildir.³¹

Büyüme döneminde ise satışların büyümesi istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Bu dönemde kar marjları başlangıç döneminden daha yüksektir.³²

Olgunluğa geçiş döneminde satışlar mütevazî bir şekilde büyümektedir. Yeni rakiplerin piyasaya girmesi sermaye kârlılığı dışındaki diğer kar marjlarının bir önceki döneme göre azalmasına neden olmaktadır.³³

Olgunluk döneminde satış rakamları yüksektir. Fakat satışların büyüme hızı iyice azalmaktadır. Yoğun rekabet ve kapasite artırımı kâr marjlarını olumsuz etkilemektedir.³⁴

Düşüş döneminde artık satışların büyüme hızında yoğun rekabet ve kapasite fazlalığından ötürü düşüş yaşanmaktadır. Bu sebepten dolayı yatırımlar, karlılık ve iş hacminde daralmalar meydana gelmektedir. Bu aşamada yer alan firmalar ya kapanmaktadırlar ya da yeni iş kolları yaratmaktadırlar.³⁵

Aşağıdaki grafikte endüstrinin evrelerine göre ayrılmış endüstri hayat eğrisi yer almaktadır.

³¹ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, a.g.e., s.496.

³² Frank K. Reilly, Keith C. Brown, a.g.e., s.496.

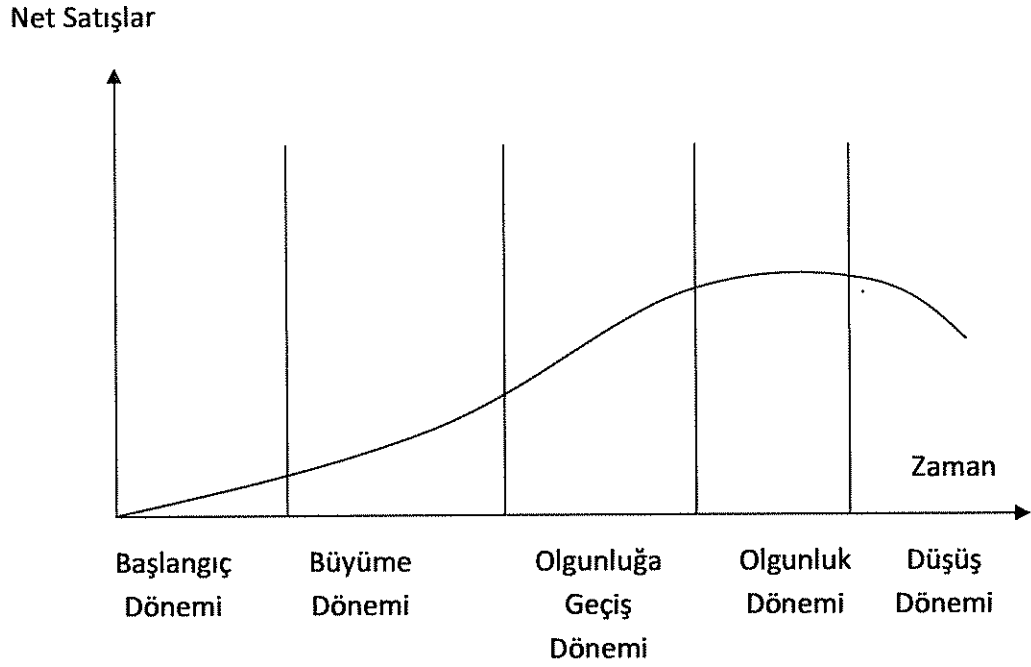
³³ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, a.g.e., s.497.

³⁴ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, a.g.e., s.497.

³⁵ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, a.g.e., s.497.

Şekil 1.4.

Endüstri Hayat Eğrisi



Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği,
http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_ileri_analiz_yontemleri.pdf

Aşağıdaki tabloda endüstri hayat evresine göre birleşme ve satın alma nedenleri ve yöntemleri belirtilmektedir.

Tablo 1.1.

Endüstri Hayat Eğrisinde Birleşmeler ve Satın Almalar

Endüstri Hayat Döngüsü Evresi	Endüstri Tanımı	Birleşme ve Satın Alma Nedenleri	Birleşme ve Satın Alma Yöntemi
Başlangıç Dönemi	Endüstride önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Maliyetler düşüktür. Satışların büyümesi yavaşça artmaktadır.	Genç ve küçük firmalar kendilerini olgunluk dönemindeki büyük firmalara satarak büyüme potansiyeli olan yeni alanlara girebilirler. Genç firmalar kaynak bulmak amacıyla birleşme ve satın alma yoluna gidebilirler.	Yatay Karma
Büyüme Dönemi	Az katılımcı firma nedeniyle endüstri yüksek kar marjlarına sahiptir.	Satışlarda artan büyüme rakamları firmaları sermayelerini ve kapasitelerini artırmaya zorlamaktadır.	Yatay Karma
Olgunluğa Geçiş Dönemi	Endüstriye yeni rakiplerin girişi azalmaktadır. Büyüme ise hızı ise sabittir.	Firmalar, operasyonel verimlilik, ölçek ekonomilerinden faydalanma ve tasarruf amaçlı birleşme ve satın almalara yönelebilmektedirler.	Yatay Dikey
Olgunluk Dönemi	Endüstride rekabet koşulları ağırlaşmaktadır.	Büyük firmalar, küçük firmaların finansal yapılarını genişletme ve yönetimlerini geliştirme amaçlı birleşme ve satın alma yapmaktadırlar.	Yatay

		Maliyeti düşürme ve fiyat performansını artırmaya yönelik birleşme ve satın alma yapılmaktadır.	
Düşüş Dönemi	Endüstride kapasite fazlası vardır ve kar marjları azalmaktadır.	Firmalar hayatta kalmak için birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Kar marjlarını ve verimliliği artırmak amacıyla dikey birleşme ve satın almalar yapılmaktadır. Bezer sektörlerde faaliyet gösteren firmalar sinerji yaratmak hedefiyle birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Bu evredeki firmalar, yeni gelişen endüstrideki firmalarla birleşme ve satın alma faaliyetlerine girmektedirler.	Yatay Dikey Karma

Kaynak: CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.266-267

1.2.5. Firma Birleşme ve Satın Almalarının Olası Sonuçları

Toplum açısından “şirket evlilikleri” olarak adlandırılan birleşme ve satın almalar, özellikle son yirmi yıldır “başarıya ulaştıran bir yol” olarak görülmekte ve yararlı bir amaçtan öte nihai bir amaç olarak görülmektedir. Bu nedenle bilinçsiz bir şekilde “moda” olarak uygulanan bu büyüme veya durumun korunması ile ilgili strateji

teknikleri, çoğu zaman beklentileri karşılayamamaktadır. Bilinçsiz yapılan satın almalar ve birleşmeler yarardan çok zarar getirmektedir. Aşağıda birleşme ve satın almaların olası sonuçları maddeler halinde açıklanmıştır:³⁶

- Pay sahipleri açısından: Birleşme ve satın alma sırasında, satın alan (ana firma) firmanın hisse değeri düşmektedir. Bu nedenden ötürü satın alan firmanın pay sahipleri olumsuz etkilenmektedirler. Eğer satın alma işlemi yüksek borç kullanılarak yapılmışsa satın alan firmanın hisse değeri daha fazla düşmektedir. Satın alınan firmada (hedef firma) ise durum satın alan firmanın durumunun tam tersi olmaktadır. Satın alınan firmanın değerinin artacağı beklentileriyle hisse değeri yükselmektedir. Bu durumdan satın alınan firmanın pay sahipleri olumlu etkilenmektedirler.³⁷
- Yöneticiler açısından: Yöneticiler açısından birleşme ve satın almalar satın alan firmanın yöneticileri açısından olumlu; satın alınan firmanın yöneticileri açısından ise olumsuz değerlendirmektedir. Satın almayla birlikte, satın alan firmanın yöneticileri daha fazla kişisel getiri elde edecekler ve daha fazla iş alanı yaratarak iş kaybetme riskini azaltacaklardır. Satın alınan firmanın yöneticileri ise yeniden yapılanma veya satın alan firmanın kendileriyle çalışmak istememesi nedeniyle işlerini kaybetme riskine maruz kalmaktadırlar.³⁸
- Çalışanlar açısından: Satın alma işlemi, satın alan firmanın çalışanların durumlarını pek etkilememektedir. Fakat yeniden yapılanma ve tasarruf gibi nedenlerden ötürü satın alınan firmanın çalışanları satın alma işleminden olumsuz etkilenebilmektedirler.³⁹
- Toplum açısından: Birleşme ve satın almaların, genel olarak toplumun yararına sonuçlar verip vermediği tartışılmaktadır. Genellikle, birleşme sonucu oluşan

³⁶ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.316

³⁷ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.316

³⁸ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.316

³⁹ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.,317

işletmenin getirilerinin büyüme oranının işletmeleri birleşme öncesinde ayrı ayrı sahip oldukları getirilerin büyüme oranlarına kıyasla, azaldığı ortaya çıkmıştır.⁴⁰

1.2.6. Başarısız Birleşme ve Satın Almaları

Birleşme ve satın almalar değer yaratmak için yapılmaktadır. Fakat yapılan birleşme ve satın almalar hepsi başarılı olamamaktadır.. Başarısız birleşme ve satın almaların birçok nedeni olmaktadır. Bu nedenler aşağıda maddeler halinde açıklanmıştır.

1.2.6.1. Beraberce Yaşama Zorlukları

Birleşme ve satın alma, aynen evliliklerde olduğu gibi iki farklı kültürün beraberce çalışmasını gerekli kılmaktadır. İşletmelerin farklı anlayış, değer ve yaklaşımları beraber çalışmayı engelleyebilmektedir. Bunun yanında işletmelerin birbiri ile uyumlu olmayan fiziki, finansal, üretim, pazarlama ve insan kaynakları altyapıları ve sistemleri, yönetim tarzları, olayları ele alış biçimleri sorunlar yaratabilmektedir.⁴¹

1.2.6.2. Hesapların Yanlış Yapılması

Birleşme ve satın alma kararı verilirken, pazardaki iş hacmi, işletmelerin birlikte gerçekleştirecekleri performans, yaratılacak sinerji, içsel tasarruflar, yapılan ödemeler vb. gibi önceden yapılması gerekli hesapların gerçekçi olarak yapılmaması başarısızlık nedenleri arasında sayılmaktadır.⁴²

1.2.6.3. Ağır Borç Yükü

Satın almalar genellikle dış kaynaklarla finanse edilmektedirler. Satın alınan firmanın değeri ya da daha fazlası kadar bir tutar değerinde borç satın alan firmanın bilançosunda gözükmektedir. Ağır borç yükü satın alan firmanın finansal oranlarını olumsuz yönde etkilemektedir.⁴³

⁴⁰ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.317

⁴¹ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s.317

⁴² Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.317

⁴³ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

1.2.6.4. Sinerji Yaratılmaması

Sinerji, birleşme ve satın alma amaçlarından bir tanesidir. Bazı durumlarda bu sinerji sağlanamamaktadır. Bu nedenle satın alma ve birleşme ile istenilen hedeflere ulaşılamamaktadır.⁴⁴

Bazı durumlarda ise analistlerin birleşme ve satın alma öncesi hesaplamalarında aşırı iyimser davranmaları sonucu sinerji faktörü olması gerekenden daha çok tahmin edilebilmektedir.⁴⁵

İki firmanın birleşmesiyle sinerji yaratabilmek için bu iki firmanın güçlü yanlarından faydalanılmalı, güçsüz yanları ise elenmelidir.

1.2.6.5. Aşırı Çeşitlendirme

Portföyde farklı ve çeşitli işletmelerin bulunması, bazı hallerde üst yönetimde sorunlar yaratabilmektedir. Farklı çeşitlendirmeler sonucu, üst yönetim bazı işlerin idaresinde deneyimsiz ve yetersiz kalabilmekte, yönetim boşluğu da başarısızlığı getirmektedir.⁴⁶

1.2.6.6. Birleşme ve Satın Almaya Aşırı Odaklaşma

Üst yönetim düzeyleri, bazı durumlarda enerjisinin ve zamanının tamamını bu işlere ayırmaktadır. Bu nedenle, işletmede başka önemli işlere zaman kalmamakta ve başarısızlıklar ortaya çıkabilmektedir.⁴⁷

⁴⁴ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

⁴⁵ Edward P. Halibocek, Gerald L. Kovacich (**Mergers and Acquisitions Security**) Elsevier, Second Edition, 2005, s.18

⁴⁶ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

⁴⁷ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

1.2.7. Başarılı Şirket Satın Almaları ve Birleşmeleri İçin Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar

Birleşme satın almaların başarılı olabilmeleri için her iki tarafın da birbirlerini tanımaları gerekmektedir. Birleşme ve satın almalarda tarafların birbirlerinin karşılıklı arzu ve niyetleri ile yapılması, uygulamanın başarılı olma şansını artıracaktır. Tarafların birleşme ve satın alma amaçlarını net bir biçimde belirtmeleri gerekmektedir. Her iki tarafın pay sahiplerinin kazanç ve kayıplarının kuşkuya yer verilmeyecek şekilde hesaplanması önemlidir.⁴⁸

Üst yönetimlerin kararları satın alma ve birleşmenin başarılı olmasını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Üst yönetimin kaliteli ve yetenekli olması, satın alma ve birleşmenin başarılı olma olasılığını artırmaktadır. Bu nedenle, üst yönetimin yetenek ve kalitesi, satın alma veya birleşme öncesinde, objektif kriterle ölçülerek belirlenmelidir. Zorunlu durumlarda en azından, yönetim zayıflıklarını giderecek senaryolar ve ön tedbirler geliştirilmelidir. Birleşme ve satın alma her iki işletmenin yöneticilerinin tam katılımıyla gerçekleştirilmelidir.⁴⁹

İşletmelerin sinerji yaratabilecek şekilde birbirleriyle uyumlu olmaları gerekmektedir. Sinerjinin olabilmesi için her iki işletmenin varlık ve yeteneklerinin birbiriyle uyumlu olmaları şarttır. Sinerji ancak uyumlu olan varlık ve yeteneklerle gerçekleşebilmektedir.⁵⁰

Kültür farklılıkları satın alma ve birleşmelerin başarısını etkileyen diğer bir önemli bir faktördür. İşletmeler arasındaki kültür farklılıkları ile ilgili çalışmalar öncelikle yapılmalı ve bu farklılığın olumsuz sonuçlar vermesini engelleyecek girişimlerde bulunulmalıdır.

Birleşme ve satın alma, tarafların finansal güçlerini ve nakit akımlarını olumsuz etkilememelidir. Birleşme ve satın alma borçlanma ile de yapılabilmektedir. Borç

⁴⁸ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

⁴⁹ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

⁵⁰ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

kullanılarak birleşme ve satın alma yapılması durumunda işletmenin aşırı borç yüküne girmemesi gerekmektedir.⁵¹

1.2.8. Firma Birleşmelerinin ve Satın Almalarının Nedenleri

Firmaların birleşme ve satın almalarındaki ana amaçları büyüme-dir. Bu nedenden dolayı büyümeye etki eden nedenler birleşme ve satın alma için de aynıdır.

Firma birleşme ve satın almalarının nedenleri aşağıda açıklanmaktadır.

1.2.8.1. Sinerji Yaratma

Sinerji yaratma, birleşme ve satın alma nedenlerinin en başında gelmektedir. Sinerji, birleşme ve satın almadan sonra oluşan yeni firmanın değerinin birleşme ve satın alma öncesi firmaların değerlerinden daha fazla olmasıdır. Sinerji maliyetlerin azaltılması ya da gelirlerin artırılmasıyla sağlanabilmektedir. Maliyet yönlü sinerji yaratılması ölçek ekonomileri, üretim hatlarının iyileştirilmesi, pazarlama ve yönetim giderlerinin azaltılmasıyla mümkün olmaktadır. Gelir yönlü sinerji yaratılması ise Pazar payının artırılması ve fiyat artışları ile sağlanmaktadır.⁵²

Büyüme değer yaratmak ile gerçekleştirilebilmektedir. Değerden kasıt firmaların net bugünkü değerleri olmaktadır. Firmalar net bugünkü değerlerini yükseltmek için birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Örnek verirken A ve B firmasının birleştiğini varsayalım. A firmasının piyasa değeri $V(A)$, B firmasının Pazar değeri ise $V(B)$ 'dir. Başarılı bir birleşme olabilmesi için birleşmeden sonra ortaya çıkan yeni firmanın A'nın $V(A)$ ve B'nin piyasa değerinden daha yüksek olmalıdır. $V(A+B) > V(A) + V(B)$. Bu durum finasta sinerji etkisi olarak bilinmektedir. Sinerjinin nasıl yaratıldığını anlamak için örneğe geri dönülecek olursa A firmasının çok iyi ürünleri olmasına rağmen dağıtım kanalları yetersizdir. B firması ise ürün kalitesi olarak A firmasının ürünleri kadar iyi değildir fakat dağıtım kanalları A firmasından daha gelişmiştir. Birleşme ile A firması, B firmasının geniş dağıtım ağını; B firması da A firmasının gelişmiş üretim hattını kullanarak yeni oluşan firma ile sinerji yaratabilmektedirler.

⁵¹ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e., s.318

⁵² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.261

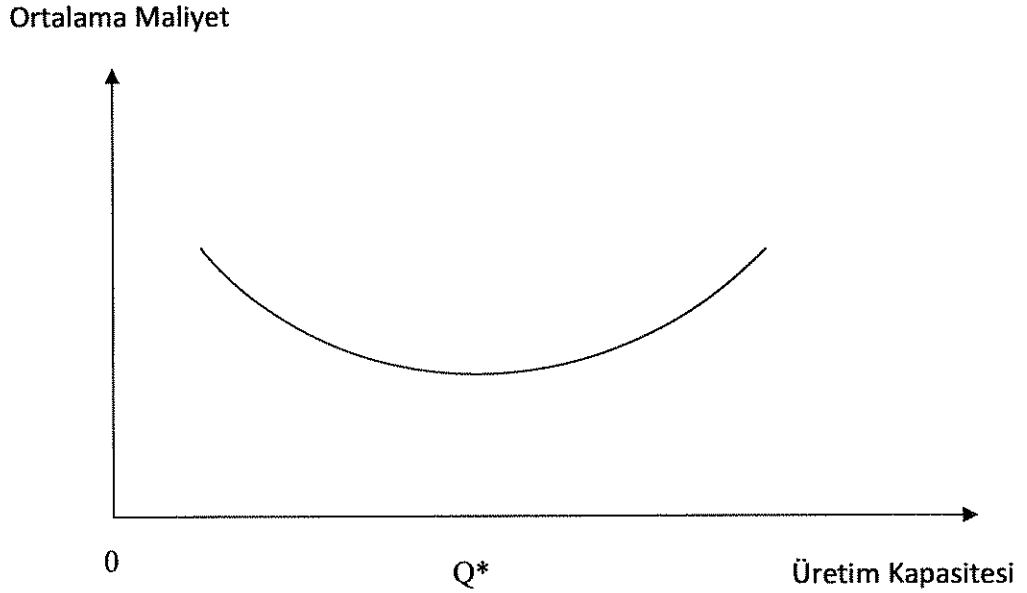
1.2.8.2. Ölçek Ekonomilerinin Sağlayacağı Yararlar

Ölçek ekonomisinin sağlayacağı yararları açıklamadan önce ölçek ekonomisinin ve marjinal maliyetin tanımını yapmakta fayda vardır.

Marjinal maliyet, üretimdeki bir birimlik değişime karşılık gelen toplam maliyetteki değişimi ifade etmektedir⁵³.

Ölçek ekonomisi kavramında, firmalar üretim düzeylerini artırdıkça azalan marjinal maliyetle karşılaşmaktadırlar. Firmalar, birleşmeler ve satın almalar vasıtasıyla ölçek ekonomisinden faydalanabilmektedirler.

Şekil 1.5.
Ölçek Eğrisi



Kaynak: Zeynel Dinler, **Mikro Ekonomi**, 14. Basım, Bursa Ekin Kitapevi Yayınları, 2002, s.174

⁵³ Zeynel Dinler, **Mikro Ekonomi**, 14. Basım, Bursa Ekin Kitapevi Yayınları, 2002, s.165

Ölçek ekonomileri tüm girdilerin optimal dağıtıldığını varsaymaktadır. Firmanın ölçeği büyüdüğü takdirde, her birim ürünün üretimdeki maliyetinin de uzun dönemde azalmasını ifade etmektedir. Bu ilişkiyi Şekil 3'teki ölçek eğrisi göstermektedir. Q* noktasına kadar ortalama maliyet düşmektedir (maliyetteki düşüş ölçek ekonomilerinin var olduğunu göstermektedir). Bu noktadan sonra ise firma, ölçeğini artırmaya devam ederse eksi ölçek ekonomileriyle karşılaşacaktır.

Ölçek ekonomilerinin sağlayacağı faydalar şöyle sıralanabilir⁵⁴:

- Birleşme vasıtasıyla artan üretim olanakları ve rasyonel kullanım sayesinde maliyetler azalmakta ve firmanın pazar etkinliği artabilmektedir.
- Birleşme sonucunda firmalar ölçek ekonomilerinde edindikleri faydaları araştırma geliştirme projelerine aktarabilmektedirler.
- Birleşen firmalar, ölçek ekonomisinden faydalanarak pazar gücünü artırabilmektedirler.
- Firma büyüme sonucu birtakım girdi maliyetlerini düşürebilmektedir.
- Birleşen firmalar ölçek ekonomisinden faydalanarak daha uygun şartlarda finansman kaynakları bulabilmektedirler.

Ölçek ekonomileri yatay ve dikey birleşme satın almalarına uygulanabilmektedir. Yatay birleşmeler ile firmalar, pazar paylarını artırabilmektedirler, ayrıca kendi başlarına girme olasılığının az olduğu pazarlara birleşme yoluyla girebilmektedirler. Bu tür birleşme ve satın almaların sakıncalı yönü ise firmaların pazar paylarının aşırı artması sonucunda monopol olması olasılığıdır. Bu durum antitröst yasalarla engellenmektedir⁵⁵.

⁵⁴ Erol Özcan, "Şirketlerin Birleşmesinde Değerleme", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 1998), s.27 Aktaran: Melike Serçe, "Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmesi", (Marmara Üniversitesi SBE, 2009), s.28

⁵⁵ Emrah Baptaş, "İşletme Birleşmelerinin Performans Değerlemesi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2003), s.5 Aktaran: Melike Serçe, "Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmesi", (Marmara Üniversitesi SBE, 2009), s.28

Emrah Baptaş, "İşletme Birleşmelerinin Performans Değerlemesi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2003), s.5 Aktaran: Melike Serçe, "Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmesi", (Marmara Üniversitesi SBE, 2009), s.29

Dikey birleşmeler ve satın almalar firmaya, şirkete dağıtım ve satın alımlarda daha fazla kontrol imkanı sağlamaktadır. Dikey birleşmeler ve satın almaların dezavantajı ise firmalar aynı dönemsel dalgalanmalara karşı hassastırlar⁵⁶.

Birbiriyle ilgili olmayan iş kollarında bulunan firmaların birleşme ve satın almalarında da ölçek ekonomilerinin faydaları görülmektedir. Bu tür birleşme ve satın almalarda genel üretim giderlerinde ve yönetim giderlerinde tasarruf sağlanabilmektedir.

1.2.8.3. Olanaklara ve Kaynaklara Sahip Olma

Birçok firma, rekabet avantajı sağlamak ya da sahip olmadığı kaynaklara ulaşmak için birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Bir firma başarısını gelecekte sürdürebilmek için gerekli kaynakları ya da olanakları kendi içinden sağlayamıyorsa, bu imkanlara ve kaynaklara sahip başka firmalarla birleşme ya da bu firmaları satın alma yoluna gidebilmektedir. Örneğin bir firma iyi bir araştırma geliştirme olanaklarına sahip olabilmek için araştırma geliştirme imkanları gelişmiş bir firmayı satın alabilmektedir.

1.2.8.4. Çeşitlendirme

Firmalar, iş konularını çeşitlendirmek amacıyla birleşme ve satın alma yapmaktadırlar. Çeşitlendirmede, firma bir çeşit portföy yatırımları olarak görülmektedir. Eğer holdingler değişik sektörlerde faaliyet gösteren firmalara yatırım yaparlarsa firmanın nakit akımlarındaki oynaklığı azalmaktadır. Çeşitlendirme nedeni mantıklı olmasına rağmen gerçek hayatta uygulanabilirliği zordur.⁵⁷

1.2.8.5. Yetenekli Yöneticilere Sahip Olma

Eğer bir firma yetenekli üst yönetim kadrosunu kendi başına istihdam edemeyecek ve alt yönetim kademelerinde istediği kadronun yetişmeyeceğini anlamış ise istediği tipte yönetici kadrosuna sahip bir firmayla birleşme ve satın alma faaliyetine girebilir.

⁵⁶ Emrah Babtaş, "İşletme Birleşmelerinin Performans Değerlemesi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi, Marmara Üniversitesi BSE, 2003), s.5 Aktaran: Melike Serçe,a.g.e., s.29

⁵⁷ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.262-263

1.2.8.6. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajlarının Olması

Birleşme ve satın almalar içsel büyüme göre aşağıdaki avantajlara sahiptirler⁵⁸:

- Birleşme ve satın almada maliyetler daha düşüktür.
- Risk daha düşüktür.
- Finansman sağlama imkanı daha kolaydır.
- Büyüme daha hızlıdır ve büyümede denge unsuru yer almaktadır.

1.2.8.7. Finansal Nedenler

Birleşme ve satın almalar bir yatırım projesi gibi düşünülmelidir.

Birleşme ve satın almaların finansman sağlama olanaklarının iç büyüme göre daha kolay olduğu yukarıda belirtilmiştir. Bu konuya finansal açıdan bakıldığında birleşmelerin ve satın almaların çoğu zaman sermaye maliyetlerini düşürdüğü yönünde görüşler yer almaktadır. Örneğin bir firmanın kullanılmayan borç kapasitesi vardır ve birleşme sonunda bu kapasiteden yararlanılıyorsa sermayenin maliyetinde bir düşüş yaşanacaktır. Birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası sermaye maliyeti aşağıda şöyle gösterilmiştir:

$$k(A+B) < (k(A) + k(B))$$

$k(A+B)$ birleşme sonunda ortaya çıkan yeni firmanın sermaye maliyetini; $k(A)$ ve $k(B)$ ise A ve B firmalarının birleşme öncesi sermaye maliyetlerini göstermektedir. Bu birleşmenin başarılı olduğunu varsaymamız için birleşme sonucu ortaya çıkan yeni firmanın sermaye maliyetinin birleşme öncesi sermaye maliyetleri toplamından düşük olması gerekmektedir.

1.2.8.8. Gelirlerin Önyüklenmesi (Bootstrapping)

Bazı birleşme ve satın almalar gerçek anlamda sinerji yaratmasa da kazançların önyüklenmesi (bootstrapping) ile yapay sinerji sağlanabilmektedir. Kazançların önyüklenmesi, ana firmanın kazançlarını birleşme ve satın alma sonucunda artırmasıdır.

⁵⁸ Nevin Yörük ve Ünsal Ban, "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB' de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD) Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı. 30, (Nisan 2006), s. 88.

Bir örnekle açıklayacak olursak A firması, hedef firma olan T firmasını satın almaktadır. Her iki firma da borsada işlem görmektedirler. A ve T firmasının fiyat-kazanç (F/K) oranları sırasıyla 25 ve 20'dir. A ve T firmasının diğer bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.⁵⁹

	Birleşme		
	Sonrası		
	A Firması	T Firması	A Firması
Hisse Fiyatı	\$100,00	\$50,00	
Hise Başı Kar (HBK)	\$4,00	\$2,50	\$4,20
F/K	25,00	20,00	
Dolaşımda Olan			
Toplam			
Hisse Sayısı	100.000,00	50.000,00	125.000,00
Net Kar	\$400.000,00	\$125.000,00	\$525.000,00
Piyasa Değeri	\$10.000.000,00	\$2.500.000,00	

A firması, piyasa değeri 2.500.000 milyon ABD doları olan T firmasını satın almak için 25.000 adet yeni hisse ihraç etmektedir. 25.000 adet hisse sayısı A firmasının hisse fiyatının hedef firmanın piyasa değerine bölünmesiyle bulunmaktadır. Birleşmeden sonra A firmasının toplam 125.000 adet hisse senedi olmaktadır. Satın alma işleminden sonra A firmasının toplam net karı 525.000 ABD dolarına ulaşmaktadır. Hisse başına net kar ise 4,20 ($\$525.000/125.000$) gerçekleşmektedir.

Eğer A firmasının hisse fiyatı 100 yerine 80 ABD doları olsaydı 31.250 yeni hisse ihraç edecekti. Satın almadan sonraki hisse başına kar ise 4,00 ABD doları ($\$525.000/131.250$)gerçekleşecekti ve satın alma öncesi hisse başı net karıyla aynı olacaktı.

⁵⁹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.263

Kazançların önyüklenmesi ancak ana firmanın F/K oranının hedef firmanın F/K oranından yüksek olması ile gerçekleşebilmektedir.

Piyasalar genellikle önyükleme etkisini fark etmektedirler ve F/K oranlarını düzeltmektedirler. Kazançların ön yüklenmesi 60'lı yıllardaki birleşmeler ve satın almaların temelini oluşturmaktadır. Ayrıca 90'lardaki ileri teknoloji firmalarının birleşme ve satın almalarında yoğun bir biçimde kullanılmıştır.⁶⁰

1.2.8.9. Gizli Değerleri Ortaya Çıkarma

Potansiyel hedef firma, kötü yönetim, kaynak yetersizliği gibi olumsuz şartlardan ötürü rekabet güçlerini kaybetmiş olup gerçek değerini göstermeyebilmektedir. Bu olumsuz nedenlerden dolayı ana firma hedef firmayı gerçek değerinden daha düşük değere satın almak ve gizli potansiyelini ortaya çıkarmak isteyebilmektedir.

Eğer hedef firma birleşme ve satın almadan sonra da kötü performans göstereceğine inanıyorsa ve alıcı firma hedef firmayı tasfiye değerinden daha düşük bir değere satın aldıysa, alıcı firma hedef firmayı parçalayıp varlıklarını satabilmektedir.

Bazı durumlarda firmalar yeni satım alım maliyetlerinin, değiştirme maliyetlerinden (replacing cost) daha ucuza olduğuna inanabilirler. Böyle bir durumda birleşme ve satın alma yoluna giderler. Örneğin bir petrol firması, başka bir petrol firmasını satın almayı yeni bir petrol sondaj istasyonu kurmaktan daha ucuz olduğunu düşünerek birleşme ve satın alma yapabilmektedir.

1.2.8.10. Sınır Ötesi Nedenler

Sınır ötesi büyüme kavramı 80'lerin sonlarından itibaren önem kazanmıştır ve sınır ötesi birleşmeler ve satın almalar popüler hale gelmiştir. Uluslar arası firmalar kaynaklara daha ucuz erişme, yeni pazarla girme isteklerinden ötürü birleşme ve satın alma yapmaktadırlar.⁶¹

Sınır ötesi birleşme ve satın alma nedenleri:

- Piyasaların etkinsizliğinden faydalanma

⁶⁰ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.264

⁶¹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.265

- Olumsuz devlet politikalarından etkilenmemek
- Teknoloji transferi
- Ürün Farklılaştırması
- Müşterileri takip etmek

1.2.8.10.1. Piyasa Etkinsizliğinden Faydalanma

İş gücü piyasası, girdi maliyetleri her yerde aynı değildir. Örneğin Asya ülkelerinde iş gücü ve girdi maliyetleri daha düşük olmaktadır. Firmalar bu düşük işgücü ve girdi maliyetlerinden faydalanmak için birleşme ve satın almalar yapmaktadırlar.⁶²

1.2.8.10.2. Olumsuz Devlet Politikalarından Etkilenmemek

Firmalar, devletlerin sıkı rekabet kurallarına, yüksek vergi oranlarına, kota ve diğer ticaret engellerine takılmamak için birleşme ve satın almalar yapmaktadırlar.⁶³

1.2.8.10.3. Teknoloji Transferi

Firmalar, yeni teknolojiler, pazarlara uygulayarak rekabet güçlerini artırmak istemektedirler.⁶⁴

1.2.8.10.4. Ürün Farklılaştırma

Kültürel, sosyal ve alım gücü farklılıklarından ötürü firmalar her pazar için ürünlerini farklılaştırmak istemektedirler. Ayrıca lokal pazarlarda güçlü olan markaları alarak ürünlerini bu markalar altında pazarlamaktadırlar.⁶⁵ Çin teknoloji firması Lenova'nın ABD'li teknoloji firmasının kişisel bilgisayar hattını satın alması bu stratejiye örnektir.

1.2.8.10.5. Müşterileri Takip Etmek

Firmalar, lokal müşterilerini daha etkin desteklemek için onların faaliyet gösterdikleri ülkelerin pazarlarına girebilmektedirler. Örneğin Alman Bankaları, Alman

⁶² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.265

⁶³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.265

⁶⁴ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.266

⁶⁵ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.266

müşterilerini desteklemek adına müşterilerinin faaliyet gösterdikleri ülkelerin bankacılık sektörlerine birleşme ve satın alma yoluyla girmişlerdir.⁶⁶

1.2.8.11. Vergi Avantajı

Vergi avantajlarından faydalanmak amacıyla firmalar birleşme ve satın alma yapabilmektedirler.

Vergi açısından herhangi bir birleşme ve satın alma vergilendirilebildiği gibi vergiden muaf da tutulabilir. Vergilendirme işlem şekline bağlı olmaktadır. Eğer alıcı firma nakit ödemede bulunmuş ise, bu işlem, satışı yapan işletmenin ya da ortaklarının vergilendirilmesini gerektirmektedir. Başka bir ifadeyle, ilgililerin satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden bir sermaye kazancını ya da zararını kabul etmeleri gerekmektedir⁶⁷.

Karlı bir firma, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar karlarından mahsup yapmak olanağına sahip firmayı satın aldığı takdirde, zarar mahsubu nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınır içinde kalma şartıyla, kar üzerinden vergi ödemeyebilmektedir⁶⁸.

1.2.8.12. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

Firmalar, değerli sınai haklardan faydalanmak için bu haklara sahip firmalarla birleşmektedirler ya da firmaları satın almaktadırlar.⁶⁹

1.2.8.13. Rekabetin Azaltılması

Artan rekabet koşullarında firmalar rekabet baskısını azaltmak için birleşme ve satın alma yoluna gitmeyi tercih etmektedirler.

Aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar, birleşme ve satın almalar yoluyla rekabeti azaltarak daha fazla pazar payına sahip olabilmektedirler.

⁶⁶ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.267

⁶⁷ Nurhan Aydın, *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*. Ankara TOBB Yayını, 1990, s.21.

⁶⁸ Aysenur Buyruk, "Uluslar arası Muhasebe Standartları ve Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları açısından İşletme Birleşmeleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2005), s.58-59

⁶⁹ Akgüç, s. 896

2000 yılında Watson Worldwide tarafından yapılan “Birleşme ve Satın almalar Araştırması 2000” kapsamında Avrupa’daki şirketlerin %65’inin rekabet edebilir bir iş ölçeği yakalamak için birleşme ve satın almaları tercih ettikleri belirlenmiştir⁷⁰.

1.2.8.14. Psikolojik Nedenler

Her ne kadar birleşme ve satın almalar ekonomik nedenlerle yapılsa da birleşme ve satın almalarda insan faktörü göz ardı edilmemelidir. Örneğin kişinin daha büyük bir firma yönetme, kendi yeteneklerini gösterme arzusu birleşme ve satın alma kararlarında etkili olmaktadır.

⁷⁰ Halil Bader Arslan, *Bulmacanın Eksik Parçası: Birleşme ve Satın Almalarda İnsan Kaynakları*. Ankara: Siyasal Kitabevi, 2004, s.39-40.

2. Birleşme ve Satın Alma Süreci, İşlemlerin Temel Özellikleri ve Birleşme ve Satın Almaların Finansmanı

Bu bölüm birleşme ve satın alma kararlarının nasıl verildiğinin açıklanmasıyla başlamaktadır. Birleşme ve satın alma sürecinin açıklanmasından sonra birleşme ve satın alma işlemlerinin nasıl gerçekleştiğine dair teknik bilgiler anlatılmaktadır. Bu bölümün en sonunda birleşme ve satın almaların finansman yöntemleri açıklanmaktadır.

2.1. Birleşme ve Satın Alma Süreci

Birleşme ve satın alma faaliyeti analizi zor dinamik bir süreçtir. Amaca giden taktiklerin değişen koşullarda uygulanması son derece zordur. Fakat birleşme ve satın almalar değişen koşullardan bağımsız bir uygulama sürecine sahiptirler. Birleşme ve satın alma sürecinin firmanın stratejilerine katkıda bulunması beklenmektedir. Birleşme ve satın alma sürecinde temel hedef birleşme ve satın almanın başarılı olmasını sağlamaktır. Başarının anahtarı ise firmaların birleşme ve satın alma ile büyümeleridir. Ayrıca birleşme ve satın alma sürecinin hissedarlara olan katkıları açıkça belirtilmelidir.

Başarılı bir uygulama süreci için:⁷¹

1. Rekabet ortamının analiz edilmesi,
2. Birleşme ve satın almada yer alacak uzman grubun oluşturulması,
3. Potansiyel hedef firmaların belirlenmesi,
4. Hedef firmanın seçimi ve analiz edilmesi,
5. Müzakere aşamalarından meydana gelmektedir.

Bu aşamalar aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

2.1.1. Rekabet Ortamının Analiz Edilmesi

Birleşme ve satın alma sürecinde ilk yapılması gereken rekabet ortamının analiz edilmesidir. Temel amaç birleşme ve satın alma süreci firmalara rekabet avantajı kazandıracak mı sorusuna cevap aramaktır. Başka bir deyişle; firmanın faaliyetleri ile girilmek istenen alandaki diğer faaliyetler arasında sinerji yaratacak karşılıklı ilişki olup

⁷¹ Başak Turan İÇKE, *Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*, Derin Yayınları, İstanbul, 2007, s. 19.

olmadığının belirlenmesidir. Böylelikle, sinerjinin oluşturulması ile firmalar birleşme ve satın almalarından sonra rekabette avantaj sağlayacaklardır.⁷²

2.1.2. Birleşme ve Satın Almaları Yürütecek Uzman Grubun Oluşturulması

Birleşme ve satın alma faaliyeti, finans, muhasebe, yönetim, hukuk ve vergi konularını kapsamaktadır. Her bir alanda, konusunda uzman kişiler birleşme ve satın alma sürecine katılmaktadırlar. Bu sürecin doğru bir şekilde yönetilmesi için alanlarında uzman kişiler arasında koordinasyonun iyi sağlanması gerekmektedir.

Büyük firmalarda birleşme ve satın alma amacına yönelik birden daha fazla görev gücü oluşturulmaktadır. Bu gruplar, derinlemesine analizler sonucunda öneriler geliştirmektedirler. Bu gruplarda hukuk danışmanları, yatırım bankacılarıyla ilişkileri yönetecek uzmanlar, muhasebeciler ve finans uzmanları yer almaktadır. Bu grupların öncelikli görevleri birleşme ve satın alma faaliyetlerine konu olan firmaları sınırlamaktır. Olası hedef firmanın tespitinde esas nokta ana firmanın stratejik planlarıdır. Uzman grupların stratejik planları firmanın ihtiyaçlarını en iyi karşılayacak şekilde hazırlamaları gerekmektedir. Birleşme ve satın almaya konu olabilecek firmalar listelendikten sonra uygun aday seçilmektedir. Uygun adayın seçiminde bakılacak kriterlerden bazıları; konum-yer, büyüklük, karlılık, firmanın finansal durumudur. Uygun aday belirlendikten sonra birleşme ve satın alma girişimini ve eğer bu girişim olumlu sonuçlanırsa birleşme ve satın alma işlemi yatırım bankaları, hukuk danışmanları ve muhasebe danışmanları yönetmektedirler.⁷³

Birleşme ve satın alma süreci birçok farklı aşamadan oluşmaktadır. Her aşamada gerekli olan uzman kişileri firmalar kendi içlerinden çıkartamayabilirler. Bu tür durumlarda alanında uzman olan kurumlardan danışmanlık hizmetleri alınmaktadır. Bu danışmanlık hizmetleri, finans danışmanlığı, hukuk danışmanlığı, vergi danışmanlığı olabilmektedir. Firmalar dışarıdan bu hizmetleri alırlarken dikkat etmeleri gereken husus

⁷² Alfred RAPPAPORT, **Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors**, The Free Press, 1998, s.136.

⁷³ Hazel J. JOHNSON, **Corporate Finance Manual Mergers And Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision**, Pearson Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999, s.107-111.

bu danışmanların birbirleriyle uyumlu ve gizliliğe bağlı bir şekilde çalışmalarını kontrol etmektir.

2.1.3. Hedef Firmaların Belirlenmesi

Hedef firma seçiminde, sinerjiye dayalı karşılıklı ilişkiler belirlenmeye çalışılmakta ve ele alınan her bir aday için uygulanabilirlik potansiyeli olup olmadığına bakılmaktadır.

Hedef firmaların bulunması son derece zordur ve kapsamlı araştırma gerektirmektedir. Hedef firma belirlenmesi adayların nasıl ve nerede bulunması gerektiği konusunu içermektedir. Olası hedef firmalar aşağıdaki kaynaklardan bulunabilmektedir.⁷⁴

- Ekonomi gazeteleri,
- Mesleki yayınlar,
- Mali danışmanlar,
- Ticari bankalar,
- Yatırım bankaları.

Adayların bulunması konusunda yukarıda belirtilen araçlardan faydalanma, her firmanın özel durumuna bağlı olmaktadır ve çeşitli şekillerde yapılabilmektedir.

Hedef firmanın belirlenmesinde üç tür yaklaşımdan bahsedilmektedir: “dostça inandırma yaklaşımı” (friendly persuasion approach), “fırsatçı yaklaşım” (opportunistic approach), “tamamen uzlaşmasız yaklaşım” (completely unnegotiated approach). İlk yaklaşımda satın alan firma, hedef firmayı ikna etmeye gayret göstererek satışın anlaşma ile gerçekleşmesine çalışmaktadır. Bu yöntemin en büyük avantajı yasal maliyetler ve zaman açısından nisbi olarak daha az maliyetli bir yöntem olmasıdır. Bu şekilde ana firma hedef firma hakkında daha fazla bilgiye sahip olacaktır. Fırsatçı yaklaşım, hedef firmanın başka bir alıcı firmanın da tercihi olması halinde ve dostça yaklaşmayan firmanın hedef firmayı satın almaya girişmesi durumunda ya da hedef firmanın kendisi ile satın alma anlaşmasında bulunan firma ile değil ama üçüncü bir firma ile anlaşmaya

⁷⁴ B. Milton Burstein, Acquisitions and Mergers, New York: Oceana Publications Inc., 1973, s.39 Aktaran: Melike SERÇE, a.g.e., s.40

varması durumunda ortaya çıkmaktadır. Üçüncü yöntem ise zorla ele geçirme yöntemidir. Burada hedef firmanın izni olmadan bir uygulama söz konusudur.⁷⁵

Hedef firmaların belirlenmesinde bazı finansal kıstaslar bulunmaktadır. Bu finansal kıstaslar:⁷⁶

- **Etkin çalışmayan firmalar**

Hedef firma olma olasılığı ile firmanın faaliyetlerinde etkinlik arasında ters ilişki vardır. Verimliliği düşük firmalar birleşme ve satın alma faaliyetleri için hedef olmaktadır. Bu firmaların büyüme hızları düşük firmalardır.

- **Pazar değerleri, defter değerlerine göre düşük olan firmalar**

Defter değerlerinin altında bir Pazar değerine sahip olan firma ucuz firma olmaktadır ve bu nedenden ötürü birleşme ve satın almalara hedeftirler.

- **Fiyat/Kazanç oranı düşük olan firmalar**

Hisselerinin Fiyat/Kazanç oranının düşük firmalar genellikle birleşmeler ve satın almalarda hedef olarak tercih edilmektedir.

- **Likiditesi yüksek, borçlanma oranı düşük olan firmalar**

Borçlanma oranı finansal kaldıraç olarak da tanımlanmaktadır. Borçlanma oranı Toplam varlıkların (kısa vadeli varlıklar + uzun vadeli varlıklar) toplam öz sermayeye bölünmesiyle bulunmaktadır. Bu oranın düşük olması varlıkların finansmanın büyük bir kısmının öz sermaye ile yapıldığını ifade etmektedir. Başak bir ifadeyle bu oran firmanın borç kullanma düzeyini göstermektedir. Finansal kaldıraç düşük ve likiditesi yüksek bir firma birleşme ve satın almalar için uygun birer adaydırlar. Likiditenin yüksekliği, borçlanma oranının düşüklüğü hedef firma satın alındıktan sonra yeni yabancı kaynaklar bulma olasılığını artırmaktadır.

⁷⁵ Hazel J. JOHNSON, *Corporate Finance Manual Mergers And Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision*, Peason Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999, s.50-53. Aktaran: Başak Turan İÇKE, a.g.e., s.21.

⁷⁶ Öztin AKGÜÇ, a.g.e., s.900-901.

- **Teminat olarak kullanılabilir varlıkları bulunan firmalar**

Teminat olarak kullanılabilir, üzerlerinde rehin ya da ipotek kurulmamış serbest varlıkları olan firmalar satın almada tercih edilmektedirler. Bu varlıkları teminat olarak göstererek yeni kaynaklar yaratma imkanı vardır.

- **Çok ortaklı ve ortaklık payları dengeli dağılmış göreceli küçük firmalar**

Çok ortaklı ve ortaklık payları dengeli dağılmış firmalarda yönetim ve denetimi, oransal olarak daha az pay alarak ele geçirmek mümkündür. Büyük ortakların varlığı ve yönetimde bulunmaları durumunda, bu tür ortaklar güçlerini, birleşmeden sağlayacakları kazançlarını artırma başka bir ifadeyle satın alacak firmanın satın alma maliyetini yükseltebilmektedirler.

2.1.4. Hedef Firmanın Finansal Analizlerini Yapılması

Bu aşamada seçilen hedef firmanın finansal durumu ayrıntılı olarak incelenmektedir. Hedef firmanın finansal analizinin sistemli bir şekilde yapılabilmesi için aşağıdaki soruların cevaplandırılması önemlidir.⁷⁷

- Hedef firma için ödenecek en yüksek fiyat ne kadardır?
- Temel risk unsurları nelerdir?
- Bilanço yapısı nasıldır?
- Nakit akımları nasıldır?
- Bu firmanın birleşme ve satın alma faaliyeti için en uygun finansal yöntem hangisidir?

Bu soruların cevabı aranırken firma detaylı bir finansal analize tabii olmaktadır. Detaylı analiz yöntemleri yeniden yapılandırma ve birleşme ve satın almaların değerlemesi bölümlerinde incelenecektir.

Gerçekte hedef firmaların belirlenmesi aşamasında belirtilen kriterlerin hepsine uygun aday bulunması çok zordur. Bu kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan aday hedef firmaların elenmesi gerekmektedir.

⁷⁷ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.137

2.1.5. Müzakere Süreci

Birleşme ve satın alma sürecinde en son aşama müzakere aşamasıdır. Müzakere aşamasının başarılı olabilmesi ancak önceki aşamaların başarılı olmasına bağlıdır. Başarılı bir müzakere süreci aşağıdaki dört kurala bağlıdır.⁷⁸

- Bireyler sorunlardan ayrı tutulmalıdır. Çünkü ego ve arzular firmanın unsurlarını olması gerekenden daha karmaşık hale getirmektedir. Kişilerden kaynaklanabilecek sorunlar ortadan kaldırılmalıdır.
- Mevkiler yerine faydalara odaklanmak gerekmektedir.
- Karşılıklı kazançlar için fırsatlar keşfetmek gerekmektedir.
- Objektif kıstaslardan yararlanmak gerekmektedir.

Etkin bir sözleşmenin hazırlanması müzakere aşamasının en önemli unsurlarından biridir. Anlaşma hazırlamak, bu sürecin en uzun ve karmaşık basamağı olarak görülmektedir. Anlaşmada birleşme ve satın alma sürecinde değişmemesi gereken unsurlar belirtilmelidir. Başarılı bir alıcı firma, hedef firmanın anahtar başarı faktörlerini müzakere aşamasında daha net belirleyebilecektir. Bu nedenlerden ötürü ana firmalar müzakere süreçlerine çok iyi hazırlanmalıdırlar.

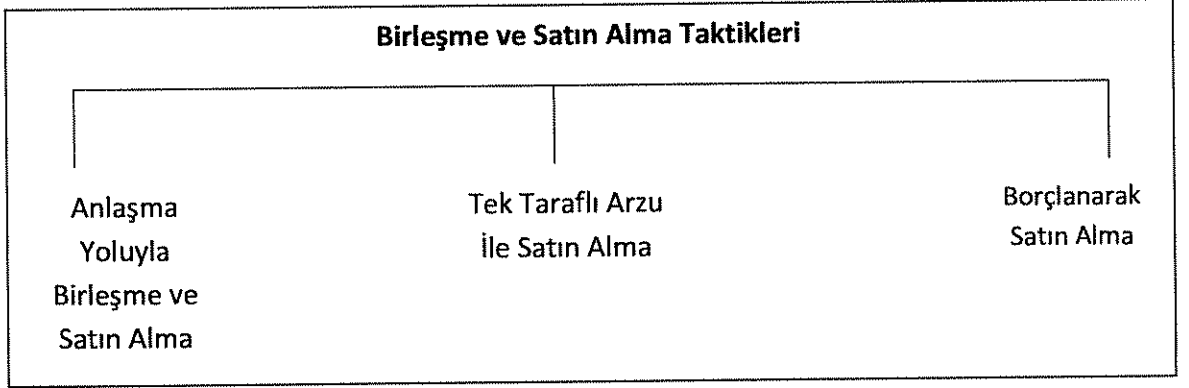
2.2. Birleşme ve Satın Alma Taktikleri

Birleşmeler genellikle satın alan ve satın alınan tarafların arzu ve mutabakatına (anlaşmasına) dayanmaktadır. Üst yönetimler, hesaplamalar ve karşılıklı görüşmelerle bu konuda karar vermektedirler. Satın almaların başarılı olabilmesi için karşılıklı arzu ve mutabakat olması önemli bir faktördür. Ancak satın almalarda, daha çok satın alanın arzusu ile tek taraflı hareket edildiği ve genellikle dostça olmayan davranışlar da görülmektedir.⁷⁹

⁷⁸ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.137-138

⁷⁹ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.321.

Şekil 2.1.
Birleşme ve Satın Alma Taktikleri



Kaynak: Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, a.g.e., s. 321

İster dostça ister dostça olmayan yöntemlerle yapılınsınlar, satın almalar ve birleşmeler rekabet yasaları çerçevesinde uygulanmak zorundadırlar. Burada önemli nokta, birleşme veya satın almanın oluşturacağı hakim gücün piyasada rekabet şartlarını bozmaması önemlidir.⁸⁰

2.2.1. Anlaşma Yoluyla Satın Alma ve Birleşme

Satın alan işletme ve satın alınan işletmenin birbirleriyle anlaşmaları dostça yapılan birleşme ve satın almalarıdır. Her iki taraf da birleşme ve satın almanın kendilerine fayda getireceğine inanmaktadırlar. Bu yolla yapılan birleşme ve satın almaların uygulamada daha başarılı oldukları görülmektedir.⁸¹

Birleşme ve satın alma süreci önceki bölümlerde açıklanmıştı (bakınız bölüm 2.1. Birleşme ve Satın Alma Süreci). Anlaşma yoluyla birleşme ve satın almalarda da bu süreç aynıdır. Fakat müzakere öncesi ve sonrasında diğer birleşme ve satın almalara göre bazı farklılıkları bulunmaktadır. Bu farklılık müzakere sürecinden önceki durum tespiti aşamasıdır.

⁸⁰ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.321.

⁸¹ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.321

Anlaşma yoluyla birleşme ve satın almalarda müzakerelerden önce taraflar durum tespiti için birbirlerinin muhasebe kayıtlarını incelemektedirler. Durum tespitinin yapılmasının nedeni müzakereler boyunca yapılacak görüşmelerde yanlış bilgilendirmenin önüne geçmektir. Örneğin alıcı (ana) firma, hedef firmanın varlıklarının değerinin gerçekten hedef firmanın belirttiği değerde olup olmadığından emin olmak istemektedir. Aynı zamanda hedef firma da alıcı firmanın bu birleşme ve satın almayı gerçekleştirebilecek finansal güce sahip olup olmadığından emin olmak istemektedir. Müzakereler öncesi tarafların birbirlerine durum tespiti yapmaları birleşme ve satın almanın başarılı olabilmesi için son derece önemlidir.⁸²

Durum tespiti ve müzakerelerden sonra taraflar aralarında tanımlayıcı birleşme ve satın alma anlaşması yapmaktadırlar. Tanımlayıcı birleşme ve satın alma anlaşması alıcı firmanın, hedef firmanın, hukuk danışmanlarının katıldığı bir anlaşmadır. Tanımlayıcı birleşme ve satın alma anlaşması, birleşme ve satın alma işlemlerinin detaylarını ve tarafların sahip oldukları hakları içermektedir.⁸³

Anlaşma yoluyla birleşme ve satın alma süreçlerinde genelde tanımlayıcı bir anlaşma imzalanmadan taraflar birleşme ve satın almayı kamuoyuna duyurmamaktadırlar. Tanımlayıcı birleşme ve satın alma anlaşması imza aşamasına gelene kadar taraflar özellikle halka açık şirketlerse gizliliğe uymak zorundadırlar. Çünkü müzakere sürecindeki gelişmeler hisse fiyatlarının volatilitelerini artırmaktadır. Ayrıca müzakere sürecinde içeriden öğrenenlerin ticaretini önleyici tedbirler alınmalıdır.

Tanımlayıcı anlaşma imzalandıktan sonra birleşme ve satın alma kamuoyuna duyurulmaktadır. Anlaşma yoluyla birleşme ve satın almalarda şirket yönetimleri onaylamakta ve hissedarlara birleşme ve satın almayı onaylamalarını önermektedirler.

⁸² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.271

⁸³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.271

Birleşmeler ve satın almalarda genel kurul kararı gerekebilir. Böyle bir durumda hissedarların onayı gerekiyorsa genel kurul için vekaletname hazırlanmaktadır.⁸⁴

Anlaşma yoluyla birleşme ve satın almada hissedarların da onayı alındıktan sonra avukatlar yasal prosedürleri yerine getirerek birleşme ve satın alma işlemini tamamlarlar.

2.2.2. Tek Taraflı Arzu ile Satın Alma

Her zaman birleşme ve satın alma girişimleri dostça olmamaktadır. Bazı durumlarda hedef işletme, ana işletmeye direnmektedir. Bu tür durumlara tek taraflı satın alma ve birleşmeler denilmektedir. Tek taraflı arzu ile satın alma ve birleşmelerde ana işletme, anlaşarak ele geçiremediği hedef firmayı düşmanca ele geçirmeye çalışmaktadır.

Satın alan, satın almayı düşündüğü hedef firmayı belirlerken üç önemli unsuru dikkate alır:⁸⁵

- Satın alınacak aday işletmenin (hedef işletmenin) hisse senetlerinin, sermaye piyasasında olduğundan düşük fiyata işlem görmesi,
 - Satın alınacak aday işletmenin nakit yaratan veya yaratabilecek bir işletme olması,
 - Satın alınacak aday işletmenin finansal durumunun bozuk olmasına karşın yetenekleri yüksek olan ve yeniden yapılandırılmaya elverişli bir işletme olması.
- Satın alan işletme, tek taraflı satın almayı aşağıdaki şekillerde gerçekleştirmektedir.⁸⁶
- Satın alan işletme, satın alınacak aday işletmenin sermaye piyasasında işlem gören hisselerini bir plan dahilinde, piyasa fiyatından satın alarak toplamaktadır.

⁸⁴ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.271

⁸⁵ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.322

⁸⁶ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.322

- Satın alan işletme, hedef işletmenin tüm veya bir miktar hisse senetlerini satın almak için sermaye piyasası oyuncularına “satın alım teklifinde” (tender offer) bulunur. Bu teklifte önerilen fiyat, genellikle piyasada oluşmuş fiyattan daha yüksek olmaktadır.

Tek taraflı arzu ile gerçekleştirilmeye çalışılan satın almalara karşı, satın alınma tehdidi altında bulunan hedef işletme, genellikle karşı davranışlarda bulunarak kendini yasal platformlarda korumaya çalışmaktadır.

Hedef işletme, satın almaya karşı aşağıdaki korunma taktiklerini geliştirebilmektedir.⁸⁷

- Bazı ülkelerde kullanılan yaygın bir “satın almaya karşı korunma tekniği”, işletme ana sözleşmelerine önceden konulacak bir madde ile, birleşen veya satın almaların genel kurulda onaylanmasında, ortalama üzerinde bir çoğunluk (örneğin %80) gerektiğinin belirtilmesidir. Böyle bir durumda, satın alma veya birleşmenin gerçekleşmesi için, satın alanın çok yüksek oranda hisse hakimiyetine sahip olması gerekmektedir.
- Başka bir korunma tekniği olarak; ana sözleşmeye konulacak bir madde ile hisselerin %15’nden fazlasının bir grup tarafından satın alınması halinde, o grup haricindeki mevcut pay sahiplerine cazip bir fiyattan (örneğin yarı fiyattan) ek hisseler satın alma hakkı tanınmasıdır. Bu durumda, uygun fiyatla temin edilecek ek hisseler yolu ile sermaye artırabilir ve işletmenin yönetim kontrolü satın alan işletmenin erişemeyeceği kadar uzağa taşınır.
- Tehdit altında bulunan hedef işletme, tek taraflı ve düşmanca yapılan satın almalara karşı, kendilerine daha iyi koşullar sağlayabilecek başka bir işletmeye, kendisini satın almasını teklif edebilir. Böylelikle satın almayı engelleyemese bile, karşılıklı anlaşmayla satın alma koşullarını iyileştirerek, sağlayacağı yararı artırabilir.

⁸⁷ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.322

2.2.3. Borçlanarak Satın Alma

Küçük ölçekli işletmeler arasında satın alma genellikle satın alan işletmenin nakit olanakları ile gerçekleştirilir. Ancak bazen, büyük işletmelerin satın alınmasında ödenecek tutar yüksek olduğundan, satın alınan işletmenin kendi finansal olanakları ile gerçekleştirilmesi mümkün olmamaktadır. Bu gibi durumlarda yapılan hesaplar, yatırım analizleri, yaratılabilecek sinerji, artabilecek satışlar, pazar payının yükselebilmesi ve fiyat kontrolünün ele geçirilmesi, gelişmeye çok müsait yeni bir pazarın gelecekte getirebileceği yüksek gelir gibi olgular, satın alınan cazibesini artırabilmekte ve satın alanı, satın almayı gerçekleştirebilmek için kendi olanaklarının ötesinde finansal arayışlara yönlendirebilmektedir.⁸⁸

Böyle durumlarda, borçlanarak satın alma (leveraged buyout) bir taktik olarak kullanılmaktadır. Satın alma, bir yatırım projesi niteliğine dönüştürülmekte ve finansal olanaklar araştırılarak satın almayı gerçekleştirebilecek fonlar yaratılmaya çalışılmaktadır. Satın alan, sağladığı borç sermaye ile diğer işletmenin hisselerini satın almakta ve genellikle satın alınan işletmeyi sermaye piyasasından çıkartarak özelleştirmektedir.

Borçlanarak satın alma, diğer satın almalarından (örneğin kendi olanakları ile satın alma), iki konuda ayrılmaktadır.⁸⁹

- Satın alınan tümü veya büyük bir kısmı borç alınan dış kaynak ile yapılmaktadır.
- Satın alınan işletmenin hisse senetleri sermaye piyasasından çekilerek özelleştirilmektedir. Böyle bir durumda, satın alınan işletmenin hisse senetleri açık piyasada işlem görmez. Öz kaynağı temsil eden hisseler yatırımcı grubun elinde tutulur veya genellikle borç finansmanın yapıldığı kaynaklara rehin olarak verilir.

⁸⁸ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.323

⁸⁹ Hayri ÜLGEN, S. Kadri MİRZE, a.g.e. s.323

Borçlanarak yapılan satın alma, satın alan işletmede ağır borç yükü oluşturmaktadır. Bu gibi durumlarda, satın alan işletme, borç yükünü hafifletmek için kendinde olan (veya rehinde olan) hisselerin bir miktarını yeniden satabilme hakkını kullanabilmektedir. Ayrıca, kısmi tasfiye ile küçülerek, elde edilecek tasfiye geliri ile borçların bir kısmını ödeyebilir. Kalan varlık ve yeteneklerini yapılandırarak belli bir dönem sonunda tekrar sermaye piyasasına girip, hisselerini yüksek fiyatla piyasada satışa sunabilir.

Borçlanarak satın alma, işletmeler arasındaki satın almalarda uygulanabileceği gibi, işletmenin özelleştirerek çalışanlarına (employee buy outs) veya üst yöneticilerine (management buy out) satılmasında da kullanılabilir.

2.3. Firma Ele Geçirmeleri (Takeovers)

Birleşme ve satın almalarda hedef firmalar, düşmanca devralma teklifiyle karşılaştıklarında teklife iki türlü yanıt vermektedirler: ya firmalarını satacaklardır ya da bağımsızlıklarını koruyabilmek için ele geçirme girişimine karşı önlemler geliştireceklerdir. Bu bölümde birleşme ve satın alma girişimlerine karşı hedef firmaların geliştirdiği önleme yöntemleri anlatılmaktadır.

Bazı durumlarda hedef firma, birleşme ve satın alma girişiminde teklif edilen fiyatı yükseltmek için de önlemler geliştirebilmektedir. Bu önlemler, ele geçirme girişimi öncesinde veya sonrasında alınabilmektedir.

Hedef firmaların ele geçirme girişimlerine karşı önlemleri teklif öncesinde ve teklif sonrasında olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Ele geçirme girişimi öncesi önlemler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2.1. Ele Geçirme Girişimi Öncesi Önlemler

Ele Geçirme Girişimi Öncesi Önlemler
<ul style="list-style-type: none">• Köpekbalığı Tiksindiriciliği (Shark Reppelents)• Zehir Hapları (Poison Pills)• Zehir Hamleleri (Poision Puts)• Bölümlere Ayrılmış Yönetim Kurulu (Staggered Board of Directors)• Sınırlandırılmış Oy Hakları (Restricted Voting Rights)• Çoklu Katılım Oy Kullanma Şartları (Supermajority Voting Rights)• Fair Price Amendments (Piyasa Fiyatı Düzeltmeleri)• Altın Paraşüt (Golden Parachute)• Görüşülen Sözleşmeler (Negotiated Contracts)

Tablo 2.2. Teklif Sonrası Savunma Önlemleri

Teklif Sonrası Savunma Önlemleri
<ul style="list-style-type: none">• Sadece Hayır (Just Say No)• Tartışma (Litigation)• Yeşil Mektup (Green Mail)• Hisse geri Alımı (Share Repurchase)• Sermaye Yapısının Yeniden Düzenlenmesi (Leveraged Recapitalization)• Değerli Mücevher Savunması (Crown Jewel Defense)• Pac-Man Taktiği (Pac-Man Defense)• Beyaz Şövalye (White Knight)• Beyaz Kavalie (White Squire)

2.3.1. Ele Geçirme Girişimi Öncesi Önlemler

2.3.1.1. Köpekbalığı Tiksindiriciliği (Shark Repellents)

Köpekbalığı tiksindiriciliği olası ele geçirme girişimlerine karşın alınacak ilk önlem olarak kullanılmaktadır. Köpekbalığı tiksindiriciliğinde firmalar ana sözleşmelerinde birleşme ve satın almayı zorlaştırıcı değişiklikler yapmaktadırlar. Ana sözleşmede bir birleşme ya da satın almanın yüzde 50 oyla değil, yüzde 85 süper çoğunlukla (super majority) onaylanması gerektiği köpekbalığı tiksindiriciliği taktiğine örnektir.⁹⁰

2.3.1.2. Zehir Hapları (Poison Pills)

Zehir hapları, birleşme ve satın almanın gerçekleşmesi için hedef firmanın yönetim kurulunun onayını gerektiren yasal düzenlemedir. Zehir hapları, pay sahiplerine ek paylara sahip olmalarına olanak vermektedir. Birçok zehir hapları hedef firmaları alıcılar açısından cazip yatırımdan çıkarmaktadır.⁹¹

Flip-in ve flip-over olmak üzere iki türlü zehir hapi yöntemi vardır. Hedef firmanın pay sahiplerinin hedef firmanın hisselerini iskontolu satın almasına flip-in zehir hapi yöntemi denilmektedir. Zehir hapi özellikle pay sahipliği belirli bir seviyeyi geçtikten sonra devreye girmektedir. Alıcı firma için bu durum şirketi satın almayı daha pahalı yapmakta ve hedef firmanın çoğunluk payına sahip olmasını engellemektedir. Flip-in zehir haplarını uygulayan firmalar yönetim kurullarına zehir hapını kullanıp kullanmama hakkı vermektedir. Böylelikle bu yöntem dostça birleşme ve satın almalar için engel oluşturmamaktadır.⁹²

Flip-over zehir hapi ise hedef firmanın pay sahipleri, hedef firmanın hisselerini piyasa fiyatının çok altında bir değerden satın ama hakkına sahiptirler. Flip-in zehir

⁹⁰ Richard A. Brealey, Stewart C. MYERS, Franklin ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Edition, Ninth Edition 2008, s.904

⁹¹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.273

⁹² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.273

haplarında olduğu gibi flop-over zehir haplarını kullanmak yönetim kurulunun insiyatifindedir.⁹³

2.3.1.3. Zehir Hamleleri (Poison Puts)

Zehir hamleleri, zehir haplarına benzemektedir. Fakat zehir hapları hissedarlara yeni hisseleri ucuza satın alma hakkı tanırken zehir hamleleri hedef firmanın çıkardığı tahvilleri ellerinde tutan yatırımcılara yen ihraç edilecek tahvilleri ucuza satın alma hakkını tanımaktadır. Zehir hamleleri ile şirket satın alındıktan sonra alıcı firmanın tahvil çıkararak kaynak temin etmesini önlemektir. Kısıtlı ve pahalı finansman kaynakları hedef firmayı alıcı firma gözünde cazip kılmamaktadır.⁹⁴

2.3.1.4. Bölümlere Ayrılmış Yönetim Kurulu (Staggered Board of Directors)

Bölümlere ayrılmış yönetim kurulunda önemli karar alımlarında yönetim kurulunun hepsi yerine yönetim kurulu içinde daha geniş haklara sahip bir alt yönetim kurulunun olması olası birleşme ve satın alma girişimlerini önleyebilmektedir.⁹⁵

2.3.1.5. Sınırlandırılmış Oy Hakları (Restricted Voting Rights)

Bazı hedef firmalar büyük bloklar halinde hisse senedi almış pay sahiplerinin oy haklarını yasal çerçevede sınırlandırmaktadırlar. Genellikle bu yöntem %15 ve %20 arası blok hisse satışlarında devreye girmektedir.⁹⁶

2.3.1.6. Çoklu Katılım Oy Kullanma (Supermajority Voting Provisisons)

Birçok hedef firma birleşme ve satın alma kararını genel kurullarında oylarlarken onaylamak için normalde olması gerekenden daha yüksek bir oran alt sınırı koymaktadırlar. Örneğin hedef firmalar birleşme ve satın alma teklifini onaylamak için

⁹³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.273

⁹⁴ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.274

⁹⁵ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.274

⁹⁶ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.275

yüzde 51'nin onayı yerine yüzde 80'nin onayını şart koşmaktadırlar. Böylelikle ana firma yüksek orandan ötürü tüm pay sahiplerinin taleplerini karşılamak zorundadırlar. Bu durum firmaları hedef firma olmaktan kurtarmaktadır.

2.3.1.7. Piyasa Fiyatı Düzeltmeleri (Fair Price Amendments)

Bu yöntemde birleşme ve satın almada hedef firmanın hisse senedi fiyatına alt sınır getirilmektedir. “Piyasa fiyatı düzeltmeleri” yöntemini halka açık şirketler uygulayabilmektedir. Hisse senedine alt sınır getirilmesiyle hedef firma belli bir dönemde piyasa değerinin düşmesi durumunda kendisini ele geçirmeler için açık hedef olmaktan korumaktadır. Örneğin hedef firmanın hisse senedi fiyatı olumsuz sektör haberlerinden ötürü son üç ayda büyük değer yitirmiştir. Alıcı firma, bu durumdan faydalanarak satın alma girişiminde bulunmak istemektedir. Fakat hedef firma yasaların izin verdiği çerçevede birleşme ve satın almada hisse fiyatının son 12 aylık en yüksek değerden satılabileceği şartını öne sürmektedir.

“Piyasa fiyatı düzeltmeleri” yöntemi ayrıca hedef firmaları iki aşamalı fiyat teklifinden korumaktadır. İki aşamalı fiyat teklifinde, alıcı firma ilk aşamada hedef firmaya teklifini yapmaktadır. Alıcı firma eğer ilk aşamada hedef firma teklifi kabul etmezse düşük değerle ikinci teklif yapacağını tehdidinde bulunmaktadır.⁹⁷

2.3.1.8. Altın Paraşüt (Golden Parachutes)

Altın paraşüt yöntemi hedef firmanın kendini koruma yöntemlerinden en çok tercih edilenlerden bir tanesidir. Bu yöntemde, firma kontrolü el değiştirdikten sonra firma çalışanlarının işsizlik sorununun azaltılması ve çalışanların çıkarlarında yarattığı zarar karşısında doğacak tepkilerin azaltılmasına yardımcı olmak amacıyla geliştirilmiştir.

Bu savunma yönteminde hedef firma, firmanın yöneticileri ile çok yüksek tazminat karşılığında iş sözleşmeleri imzalamaktadır. Böylelikle birleşme gerçekleştirilip mevcut yönetimin tasfiye edilmesi söz konusu olduğunda yöneticilere yüksek miktarlarda tazminat ödenecektir. Böyle bir uygulama birleşme ve satın almanın maliyetini artırmaktadır.

⁹⁷ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.275

Altın paraşüt yönteminin üst düzey yöneticilerin çalıştıkları firmanın daha fazla değer yaratması için teşvik etmektedir. Yüksek tazminatlar yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutarak iş değiştirme olasılığını bertaraf etmektedir. Böylelikle yöneticiler çalıştıkları firmanın değerinin ve dolayısıyla pay sahiplerinin refahını artırmak durumundadırlar.

Altın paraşüt yönteminin dışında “gümüş paraşüt” ve “teneke paraşüt” yöntemleri de bulunmaktadır. “Altın paraşüt” üst düzey yöneticiler içinken “gümüş paraşüt” orta kademe yöneticiler için, “teneke paraşüt” ise alt düzey çalışanlar için uygulanmaktadır.⁹⁸

2.3.1.9. Görüşülen Sözleşmeler (Negotiated Contracts)

Bu savunma yönteminde, eğer hedef firmanın yönetimi değişirse çalışanların iş sözleşmeleri, kira sözleşmeleri gibi önemli sözleşmeleri fesholur ve yeniden düzenlenir. Olası bir yönetim değişikliğinde bu tür önemli sözleşmelerin feshi, tekrar müzakere edilmesi firma için önemli miktarda zaman kaybı ve maliyet anlamına gelmektedir.⁹⁹

2.3.2. Teklif Sonrasında Geliştirilen Savunma Yöntemleri

Hedef firmalar ele geçirme girişimleri başladıktan sonra da savunma mekanizmaları geliştirebilmektedirler. Teklif sonrasında geliştirilen savunma yöntemleri teklif öncesinde geliştirilen savunma yöntemleriyle birlikte kullanılabilirler.

2.3.2.1. “Sadece Hayır” (Just Say No)

En basit savunma yöntemidir. Eğer satın alan firma hedef firmanın yöneticilerine ve pay sahiplerini birleşme ve satın almaya ikna etmeğe çalışıyorsa, hedef firma tüm pay sahiplerine ve tüm yöneticilerine neden bu birleşme ve satın almaya karşı çıktığını açıklamaktadır.

2.3.2.2. Tartışma (Litigation)

Bu yöntemde hedef firma, alıcı firmayı rekabet ve sermaye piyasası kanunlarına aykırı hareket ettiğini iddia ederek dava etmektedir. Dava açılması bazı durumlarda sadece birleşme ve satın almaya engellemez. Sadece süresini geciktirmektedir.

⁹⁸ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s.60-61

⁹⁹ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.243

2.3.2.3. Yeşil Mektup (Green Mail)

Yeşil mektup (greenmail) ana sözleşme değişiklikleri yöntemlerine benzemektedir. Weston ve diğerleri bu yöntemi konuşma dilinde şu şekilde ifade etmektedirler: “İşte, para burada! Şimdi burayı terk et!”. Yeşil mektup, piyasadan hisse senetlerini toplayarak firmadaki sahiplik oranını arttırmak isteyen bir ortağa, elinde bulundurduğu hisseler için daha yüksek bir fiyattan alma teklifinde bulunulmasıdır. Bu uygulamanın Temmuz 1979’da ABD’de Carl Icahn adlı yatırımcının, Saxson Şirketi’nin %9,9 oranındaki payını \$7,21’a alması üzerine, şirket yönetiminin Şubat 1980 tarihinde hisseleri bu yatırımcıya \$10, ödeyerek geri alması ile başladığı bilinmektedir.¹⁰⁰

Yeşil mektup uygulaması ABD’de 1980’li yıllarda çok popülerdi. Fakat yeşil mektup ABD’de 1986 yılında yasaklanmıştır.¹⁰¹

2.3.2.4. Hisse Geri Alımı (Share Repurchase)

Yeşil mektup uygulamasında sadece hedef firma alıcı firmanın elinde bulundurduğu hisseleri geri almak için uygulanırken, “hisse geri alımı” (share repurchase) yönteminde hedef firma, kendi hisselerini elinde tutan herhangi bir yatırımcıdan bu hisseleri geri satın almak için teklif vermektedir. Örneğin hedef firma dolaşımda olan hisse senetlerini geri almak için teklif yapmaktadır. Hedef firmanın dolaşımdaki hisseler için yaptığı geri alım teklifi alıcı için maliyetleri artırmaktadır. Çünkü bu durumda dolaşımdaki hisseleri almak için hedef firmanın teklifinden daha yüksek bir teklif yapmak durumunda kalmaktadır. Ek olarak “hisse geri alımı” uygulamasında hedef firma dolaşımdaki hisse senetlerini almak için borç kullanmaktadır. Hedef firmanın borç kullanması kaldıraç oranının artmasına neden olmaktadır. Yüksek borç oranı hedef firmayı birleşme ve satın alma açısından cazip olmaktan çıkarmaktadır.¹⁰²

Bazı durumlarda hedef firmanın yönetimi bir girişim sermayesi şirketi (private equity firm) ile anlaşıp borç kullanarak dolaşımdaki tüm hisse senetlerini geri

¹⁰⁰ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s.71.

¹⁰¹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.276

¹⁰² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.276

almaktadır. Böylece hedef firma artık halka açık firma olmamaktadır. Hedef firma yönetiminin bir girişim sermayesi firması ile borç kullanarak hisse senetlerini almasına (leveraged buyout, LBO) denilmektedir. LBO kullanımı ayrıca potansiyel alıcıların hedef firmadan uzak durmalarını sağlamaktadır.¹⁰³

2.3.2.5. Sermaye Yapısının Yeniden Düzenlenmesi (Leveraged Recapitalization)

“Sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi” (Leveraged recapitalization) yöntemi, LBO aktivitelerine benzemektedir. LBO ile hedef firmanın dolaşımdaki tüm hisseleri geri satın alınırken “sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi” ile sadece hisselerin küçük bir kısmı dolaşımda kalmaktadır. Bu yöntemde dolaşımdaki hisselerin büyük bir kısmını satın alırken borç kullanılmaktadır. Yüksek borç kullanımı LBO’da olduğu gibi “sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi” yönteminde hedef firmanın sermaye yapısını değiştirmektedir.

2.3.2.6. Değerli Mücevher Savunması (Crown Jewel Defense)

Hedef firma, ele geçirme girişimi karşısında en değerli varlıklarını daha önce anlaştığı üçüncü bir firmaya satmaktadır. Böylece hedef firma kendi değerini azaltmaktadır.

2.3.2.7. Pac-Man Taktiği (Pac –Man Defense)

Adını, yakalanmaya çalışan bir varlığın, bir süre sonra dönerek kendisini kovalayanı yakalamaya çalıştığı bilgisayar oyunundan almaktadır. “Pac-Man” savunma yönteminde hedef firma kendisi ele geçirmek isteyen alıcı firmayı satın almaya çalışmaktadır. Bu yöntem çok nadiren uygulanmaktadır.¹⁰⁴ Örneğin A firması, T firmasını ele geçirmeye çalışmaktadır. Bu durumda T firması da kendini savunmak için A firmasını satın almaya çalışmaktadır. “Pac-Man” tekniği ancak hedef firma alıcı firmadan daha büyük bir firma ise işe yaramaktadır.

¹⁰³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.277

¹⁰⁴ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.277

2.3.2.8. Beyaz Şövalye (White-Knight Defense)

Bazı durumlarda hedef firma istenmeyen ele geçirme girişimlerinden kurtulmak için başka bir üçüncü alıcı firmayla birleşme ve satın yoluna gitmektedir. Bu üçüncü firmaya “beyaz şövalye” denilmektedir. Çünkü üçüncü firma hedef firmayı anlaşarak satın alarak hedef firmanın mevcut durumunu iyileştirmektedir. Beyaz şövalye olan firma genelde hedef firmayı düşmanca ele geçirmeye çalışan alıcı firmadan hedef firma için daha yüksek miktarda bedel ödemektedir. Bu rekabetten en fazla hedef firmanın hissedarları kazançlı çıkmaktadır.¹⁰⁵

“Beyaz şövalye” firma ile hedef firmayı düşmanca ele geçirmeye çalışan alıcı firma arasındaki rekabet finans dilinde “kazanın laneti” (winner’s curse) durumunun görülmesine neden olmaktadır. “Kazanın laneti” (winner’s curse) hedef firma için girişilen rekabet sonucunda kazanan tarafın hedef firmanın gerçek değerinin çok üzerinde bir bedel ödemesi olarak tanımlanmaktadır.

2.3.2.9. Beyaz Kavalye (White Squire Defense)

“Beyaz kavalye” (White Squire Defense) yöntemi “beyaz şövalye” (white knight) yöntemine benzemektedir. Fakat “beyaz şövalye” yönteminde olduğu gibi hedef firmanın kontrolünü ele geçirmemektedir.¹⁰⁶

Bu yöntemde hedef firma azınlık payını anlaşma yoluyla alıcı firmaya satmaktadır. Böylece hedef firma tamamen ele geçirilmekten korunmaktadır. (White Squire Defense) yönteminde azınlık paylarına çeşitli kısıtlamalar getirilmektedir.

¹⁰⁵ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.277

¹⁰⁶ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.246

2.4. Birleşme ve Satın Almaların Finansmanı

Birleşme ve satın almaların finansmanı, birleşme ve satın alma sürecinde planlama aşamasında karşılaştırılmaktadır. Uygun finansman yönteminin seçimi birleşme ve satın almanın başarılı olabilmesini sağlayan en önemli faktörlerden bir tanesidir. Birleşme ve satın almalarda birçok ödeme yöntemi bulunmaktadır. Bu yöntemlerden en çok kullanılanları:

- Nakit ödeme (cash offer),
- Hisse senedi değişimi ile ödeme (share-for-share),
- Borç senetleri ile ödeme,
- Üçüncü firmalara ait hisse senetleri ile ödemedir.

Ödeme yöntemi olarak finansman alternatiflerinden birisinin seçilmesi süreci zor olmaktadır. Anlaşma sonucunda yapılacak olan ödeme, alıcı ve satıcılar arasında riskin nasıl dağıtılacağı ile ilgili bir karar olarak da görülmektedir. Alıcı firma geçerli bir nedeni yoksa uzun dönemli finansal planlarını bozmamalıdır. Halka açık olan bir alıcı firmanın hisselerinin düşüş eğilimi içine girmesi birleşme ve satın almaların finansmanında alıcı firmanın maruz kaldığı en büyük risktir.¹⁰⁷

İşlem maliyetleri ve vergi uygulamaları ödeme yöntemi tercihini etkileyen en önemli faktörlerdir. Vergi faktöründe, hedef firma için önemli olan, pay senetlerinin vergiden sonra nasıl değişeceği. Örneğin ABD’de hedef firmanın pay sahiplerine nakit ödeme yapıldığı takdirde bu ödemede bir sermaye kazancı oluşuyorsa bu kazancın vergisinin ödenmesi gerekmektedir. Öte yandan hisse senedi ile ödeme yapılırsa, yeni pay paylar satılana kadar sermaye kazancından vergi alınmamaktadır. Diğer bir önemli faktör olan işlem maliyetlerinde ise nakit ödemede işlem maliyetleri bulunmamaktadır. İşlem maliyetleri hisse senedi ile ödeme yönteminde önemlidir.¹⁰⁸

Aşağıda ödeme yöntemleri detaylı olarak açıklanmaktadır.

¹⁰⁷ Başak TURAN İÇKE, a.g.e., s.80

¹⁰⁸ Krishina G.PALEPU, Paul M.HEALY, Victor L. BERANRD, a.g.e., s.15-11,15-12

2.4.1. Nakit Ödeme

Peşin ödemeye gerçekleşen şirket satın alımlarında işlemler çok hızlı ve etkili bir şekilde gerçekleşmektedir. Hedef firmanın hissedarları, hisse karşılığında ne kadar nakit alacakları satış sözleşmesinde belirtildiği için, sözleşmeyi onaylayıp onaylamayacaklarına hızlı bir şekilde karar verirler. Bu durum satış işlemlerinin akışını kolaylaştırmaktadır. Peşin ödemeye dayalı şirket satın alma teklifleri; dostça ve zorla satın alma ile olan devralmaların ikisinde de kullanılabilir.¹⁰⁹

Peşin ödemeye dayalı firma birleşmeleri ve satın almalarının diğer bir avantajı da, alıcının birleşme ve satın alma sonrasında oluşacak sinerjinin tamamından kendisinin yararlanacak olmasıdır.

Hisse senedi borsada işlem gören firma devralmalarında nakit ödeme yöntemi ile diğer yöntemlerin hisse performansları üzerine etkileri ile ilgili literatürde çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda kesin bir sonuç olmamasına rağmen piyasanın peşin ödeme sonucu oluşan birleşmeler ve satın almalara daha olumlu tepki verdikleri görülmüştür.¹¹⁰

Nakit ödemenin avantajları olduğu gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Nakit ödeme alıcının likiditesini olumsuz etkileyebilmektedir. Birleşme ve satın alma sürecinde alıcı firmanın nakit yönetimi çok iyi gözden geçirilmelidir. Alıcının nakit ödeme sonrasında hala nakit kaynaklarının olması gerekmektedir. Nakit yönetimi değerlendirilirken ayrıca kullanılan muhasebe yöntemleri ve vergi kanunları da incelenmelidir.

Nakit ödemede kullanılan kaynakların temini bilgi dengesizliği teorisine dayanmaktadır. Bu teoriye göre gerçekleştirilmesi planlanan yatırımların finansmanında öncelikle iç kaynaklara başvurulması gerekmektedir. Eğer iç kaynaklar yeterli değilse alıcı firma dış kaynaklara yönelmektedir. Eğer dış kaynaklar da yeterli olmaz ise finansman açığı sermaye artırımını ile giderilmektedir.¹¹¹

¹⁰⁹ Hande Gülmez, "Şirket Birleşme ve Satın almalarında Normal Üstü Getiri ve Türkiye Uygulaması" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2006) s.28.

¹¹⁰ Earl ve Fisher, s.105.

¹¹¹ Gülmez, s.29

2.4.1.1. Firma İçi Nakit Kaynaklar

Birleşme ve satın almalarda alıcı firma finansman ihtiyacını esas faaliyet alanından elde ettiği kaynakları biriktirerek ve kar payı dağıtmaktan vazgeçerek sağlayabilmektedir. Firma içi nakit kaynaklarla yapılan ödemenin diğer nakit ödeme yöntemlerine göre iki önemli avantajı bulunmaktadır. Bu tür bir finansmanın faydası alınan kredilerden kaynaklanan alıcı firmanın gelecekte ödemek zorunda kalabileceği anapara ve faiz yükünü önlemektedir. İkinci avantajı ise çoğunluk hisselerin istikrarının sağlanmasında ve alınması olası bir dış kaynağı önlediği için firmanın bağımsız çalışmasına yardımcı olmaktadır.¹¹²

2.4.1.2. Yabancı Kaynaklarla Yapılan Nakit ödeme

Ödeme konusu olan nakit, alıcı firma tarafından borçlanarak temin edilmektedir. Birleşme ve satın almalarda yapılan nakit ödemelerde kullanılan yabancı kaynaklar aşağıdaki gibidir.¹¹³

- Teminatlandırılmış Krediler: Varlığa dayalı borçlar olarak da bilinmektedir. Bu tür kredilerde hedef firmanın varlıkları teminat olarak kullanılmaktadır.
- Herhangi Bir Teminata Dayanmayan Krediler: Varlığa dayalı borçların yetersiz kalması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bu tür borçlar sağlanırken borç alan firmanın nakit yaratma kapasitesine bakılmaktadır.
- Tahvil: Firmalar kendileri bir aracı kurum vasıtasıyla borçlanma senetleri çıkarabilmektedirler. Firmanın ihtiyaçları ve piyasa şartları doğrultusunda çeşitli tahviller ihraç edilebilmektedir.

Dış kaynaklı finansman vergi avantajı sağlamaktadır. Faiz oranlarındaki değişim ve az nakit yaratılan yıllarda firmanın ödeme gücünü zayıflatması yabancı kaynaklarla yapılan nakit ödeme yönteminin dezavantajları olmaktadır.

¹¹² Schadle ve Pernseiner, s.289.

¹¹³ Hande GÜLMEZ, a.g.e., s.29-30.

2.4.1.3. Sermaye Artırımı ile Yapılan Nakit Ödeme

Nakit ödeme yöntemlerinden bir tanesi de sermaye artırımıyla yapılan ödemedir. Bu yöntemde gerekli kaynak, ya mevcut hissedarların daha fazla pay senedi almalarıyla ya da yeni hissedarların ortaklığa katılımlarıyla gerçekleştirilebilmektedir.

Sermaye artırımının bazı dezavantajları bulunmaktadır. En önemli dezavantajı net kar içinde vergi ödemesini de barındırdığı için sermaye artırımında ödenecek kar paylarının vergi avantajı bulunmamasıdır.

2.4.2. Hisse Senedi Değişimi Yoluyla Ödeme

Birleşme ve satın almaların hisse senedi ile finansmanında, hedef firmanın hissedarlarına nakit ödeme yerine, alıcı firmanın hisse senetleri verilmektedir. Eğer birleşmeden yeni firma doğuyorsa hedef firmanın hissedarları yeni kurulan firmanın hissedarı durumuna geçerler. Hisse senedi değişimi yoluyla finansmana en iyi örnek Alman Daimler-Benz ile Amerikan Chrysler firmalarının birleşmeleridir.¹¹⁴

Bu yöntemin tercih edilmesinde birleşme ve satın almanın yapısı, hissedarların profilleri birleşme ve satın almaya konu olan firmaların borsa performansları ve uzun dönemli çeşitli vergi sonuçları gibi birçok unsurun göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Ayrıca hem alıcı firmanın hem de hedef firmanın gelecekteki yatırım olanakları da hisse senedi değişim yoluyla ödemede önemli yer tutmaktadır.¹¹⁵

Bu yöntemde, nakit ödemeye göre alıcı firma likiditesini korumaktadır. Alıcı firma ek nakit kullanımına ihtiyaç duymamaktadır. Alıcı firma açısından likiditenin korunmasına ek olarak alıcı firma, birleşmeden doğan sinerjinin tamamından faydalanmaktadır.¹¹⁶

Birleşme ve satın almaların hisse senedi değerlendirme rasyolarını olumlu etkileyebilmektedir. Alıcı firmanın fiyat/kazanç (F/K) oranı, hedef firmanın F/K oranından yüksek ise yeni oluşan firma bu durumdan olumlu etkilenmektedir.¹¹⁷

¹¹⁴ Schadle ve Pernsteiner, s.290-291

¹¹⁵ ÇELİK, a.g.e., s.74

¹¹⁶ Schadle ve Pernsteiner, s.293-294

¹¹⁷ Schadle ve Pernsteiner, s.294

Hisse senedi değişimi yoluyla yapılan ödemenin tek dezavantajı bilgi asimetrisi sorunu olmasıdır. Hisse devirlerinde değerleme konusunda sorunlar çıkmaktadır. Hedef firmanın hissedarları verilen teklifin değerini tespit etmekte zorluklar yaşayabilmektedirler. Bilgi asimetrisi sorunuyla alıcı firma, hedef firmanın değerini; hedef firma da birleşme ve satın almadan ne kadar kazanacağını tam olarak hesaplayamamaktadır.¹¹⁸

2.4.3. Borç Senetleriyle Ödeme

Alıcı firmalar borç senetleri çıkartarak birleşme ve satın almaları finanse edebilmektedirler. Ekonomide yüksek faiz olduğu dönemlerde sabit getirili menkul kıymet ihraç etme, gelecekte faiz oranlarında bir düşüş yaşanması durumunda maliyetli bir yöntem haline gelecektir. Bu durum borç senetleriyle ödeme yönteminin en büyük riski olmaktadır.

Borç senetlerinin özelliklerine birçok çeşidi bulunmaktadır. Kupon ödemeli tahviller ve hisse senedine çevrilebilir tahviller alıcı firmaların birleşme ve satın almaları finansmanında en yoğun kullandıkları borç senetleridir.

2.4.4. Üçüncü Firmalara Ait Hisse Senetleriyle Ödeme

Alıcı firma, elinde başka bir firmanın hisse senetlerini bulunduruyorsa birleşme ve satın almada hedef firmaya ödemeyi bu senetleriyle yapabilmektedir.

¹¹⁸ Hande GÜLMEZ, a.g.e., s.31.

3. Birleşme ve Satın Almaların Tarihsel Gelişimi

3.1. Giriş

Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimine bakıldığında, dalgalar halinde olduğu görülmüştür. Birleşme ve satın almalarındaki hareketliliğin dalgalar halinde görülmesinin ana nedenleri olarak ekonomik koşullar, teknolojik gelişmeler, antitröst yasalarındaki değişiklikler ve finansman araçlarındaki yenilikler gösterilmektedir. Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimleri 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, 1984-1989, 1992-2001, 2003-Günümüz olmak üzere altı döneme ayrılmaktadır.

Birinci dönemde firmalar zayıf antitröst kanunları yardımıyla yatay birleşmeler yaparak monopol olma yolunda ilerlemeye çalışmışlardır. Bu dönemi diğer dönemlerden ayıran bir özelliktir.

İkinci dönemde ise birleşme ve satın almalarda dikey birleşmeler ön planda olmuştur. Bu dönemde antitröst yasaları sıkılaştırılmıştır. Fakat yasaların sıkılaştırılmasına rağmen bu dönemde yapılan birleşme ve satın almalar oligopoller yaratmıştır. Nobel ödüllü ekonomist George Stigler birleşme ve satın almalarındaki ilk iki dönemi şöyle tanımlamıştır: “birinci dönemde birleşme ve satın almalar monopol oluşturmak için; ikinci dönemde ise birleşme ve satın almalar oligopol oluşturmak için yapılmıştır.”

1960'lara gelindiğinde yönetim anlayışında değişimler birleşme ve satın alma nedenlerini değiştirmiştir. 60'lı yılların başında firmalar faaliyet konularını çeşitlendirmenin gelecekleri için daha iyi olacağını düşünmekteydiler. Ayrıca 60'larda iyi bir yöneticinin her alanda başarılı olabileceğine inanılmaktaydı. Bu nedenlerden ötürü üçüncü dönem birleşme ve satın almaları ilk iki dönemin aksine ilgisiz satın alma ve birleşmeler şeklinde olmuştur ve firmalar holdingleşme sürecine girmişlerdir.

1970'lerde hızını kaybeden birleşme ve satın almalar 80'lere gelindiğinde tekrar hız kazanmıştır. 80'lerde birleşme ve satın almaların tekrar yoğun bir şekilde

yapılmasının nedenleri yeni finansal araçların (bu araçlara örnek: junk bonds (riski yüksek firma tahvilleri)) ortaya çıkışı ve teknolojik gelişmeler gösterilmektedir. Bu dönem 90'ların başında bu yeni finansal ürünlerin oluşturduğu piyasanın çöküşü ve 1. Körfez Savaşı sonrası oluşan ekonomik durgunluk ile sona ermiştir.

1993'te beşinci birleşme ve satın alma dönemi başlamıştır. Bu dönemin temel özellikleri, bilişim teknolojisinde yaşanan devrim, doğu bloğunun çöküşü sonrası eski doğu bloğu ülkelerinin serbest piyasa ekonomisine geçişidir. Bu dönem 2000 yılı sonunda patlayan teknoloji balonu ile son bulmuştur.

Son dönem ise teknoloji balonunun ve 2001-2002 arası yaşanan durgunluğun ardından ekonomik koşulların düzelmesi ile başlamıştır. Bu dönemde firmaların değer yaratmak için birleşme ve satın alma yoluna gittikleri gözlemlenmiştir.

Ülkelerin yukarıda açıklanan birleşme ve satın alma dönemlerine ne ölçüde katıldıklarını incelersek ABD'nin bu alanda öncü olduğu görülmektedir. ABD'yi sırasıyla Avrupa, Güneydoğu Asya, Latin Amerika ve Ortadoğu izlemektedir. Yoğun birleşme ve satın alma dalgası ilk defa ABD'de 1890'lı yıllarda görülmüştür. ABD'de yapılan birleşme ve satın almalar hem anlaşma sayısı hem de anlaşma büyüklükleri açısından dünyadaki diğer birleşme ve satın almaların önünde yer almaktadır. ABD dışında ise AB ülkelerinde 1960'lı yıllarda birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hız kazandığı görülmektedir. Asya ekonomilerine bakıldığında birleşme ve satın alma kavramı 1980'lerde önem kazanmıştır.

Aşağıdaki tabloda ABD ve diğer ülkelerde 1985-2000 yılları arasında yapılmış birleşme ve satın almaları büyüklüklerine göre göstermektedir.

Tablo 3.1.

1985-2000 Açıklanan Birleşme ve Satın Almalar (Milyar ABD Doları)

Yıl	ABD		ABD ve Dünya Geneli Toplamı		Dünya Geneli	
	Fiyat (Milyar ABD Doları)	Yüzde Değişimi	Fiyat (Milyar ABD Doları)	Yüzde Değişimi	Fiyat (Milyar ABD Doları)	Yüzde Değişimi
1985	201		237		36	
1986	205	2	260	10	55	53
1987	214	4	312	20	98	78
1988	356	66	503	61	147	50
1989	306	-14	556	11	250	70
1990	172	-44	430	-23	258	3
1991	133	-23	339	-21	206	-20
1992	132	-1	322	-5	190	-8
1993	219	66	435	35	216	14
1994	310	42	527	21	217	0
1995	404	30	825	57	421	94
1996	564	40	1003	22	439	4
1997	811	44	1497	49	686	56
1998	1480	82	2302	54	822	20
1999	1436	-3	3072	33	1636	99
2000	1661	16	3180	4	1519	-7

Kaynak: J. Fred Weston, Samuel C. Weaver, *Mergers and Acquisitions*, First Edition, McGraw-Hill, 2001, s.2

Türkiye de ise ilk birleşme ve satın almalar Osmanlı İmparatorluğu döneminde görülmüştür. Cumhuriyetin kurulması ile birlikte devletçilik ilkesi gereği uzun yıllar devlet ekonomide temel aktör olmuştur. Ayrıca Türkiye'nin 1980'lere kadar kapalı bir ekonomi olması da birleşme ve satın almaların önünü tıkamıştır. Fakat 80'li yıllardan itibaren Türkiye'nin serbest ekonomiye geçişi, ve dünyada küreselleşme rüzgarlarının esmesi birleşme ve satın almalar Türkiye için önemli hale gelmiştir. 80'lerde piyasa ekonomisine geçmesine rağmen yaşanan ekonomik krizler ve istikrarsızlar nedeniyle

Türkiye’de büyük ölçekli birleşme ve satın alma yapılmıştır. Birleşme ve satın almalar Türkiye’de 2003’ten sonra artmıştır.

3.2. Dünyada Şirket Birleşme ve Satın Almalar

Dünyada ilk birleşme ve satın almalar sanayi devriminde Amerika Birleşik Devletleri’nde çıkmıştır. Birleşme ve satın alma hareketleri aşağıda gösterildiği üzere 6 döneme ayrılmaktadır.¹¹⁹

- Birinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1893-1904)
- İkinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1916-1929)
- Üçüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1965-1969)
- Dördüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1981-1989)
- Beşinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1992-2002)
- Altıncı Birleşme ve Satın Alma Dönemi (2003-Günümüz)

3.2.1. Birinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1893-1904)

İlk birleşme ve satın alma Dönemi 19. Yüzyılın sonunda ABD’de kıta aşırı demiryolu şirketlerinde görülmüştür. Aynı dönemde Avrupa’da da entegrasyon görülmüştür. İlk ABD’de görülmesinin nedeni birleşme ve satın almaların büyüklüklerinin gayri safi yurt içi hasılaya (GSYİH) oranının çok yüksek ve o dönemde Avrupa’da yapılmış birleşme ve satın almalara göre daha önemli olmasından kaynaklanmaktadır. Bu dönemde ABD’de demir-çelik, petrol, iletişim ve temel üretim sektörlerinde yatay birleşmeler yapılmıştır¹²⁰. Bu dönemde firmaları birleşme ve satın almalara iten nedenleri aşağıda sıralanmaktadır.¹²¹

- Demiryollarının gelişmesi ile taşımacılık sektörü hızlı bir gelişme içerisinde olması.

¹¹⁹ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, s.7

¹²⁰ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, s.7

¹²¹ Edward P. Halibocek, Gerald L. Kovacich (**Mergers and Acquisitions Security**) Elsevier, Second Edition, 2005, s.22

- Hızlı gelişen ekonomi
- Gevşek antitröst yasaları

Aşağıda ABD’de 1897-1904 yılları arasında yapılan birleşme ve satın alma anlaşmaları yer almaktadır. En fazla birleşme ve satın alma 1.208 anlaşma ile 1899 yılında olmuştur. 1899’dan sonra birleşme ve satın alma anlaşmalarında azalma olmuştur. Bir sene içerisinde yapılan birleşme ve satın alma sayısı 1904’te tekrar 1897 yılındaki seviyesine gerilemiştir.

Tablo 3.2.

1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar

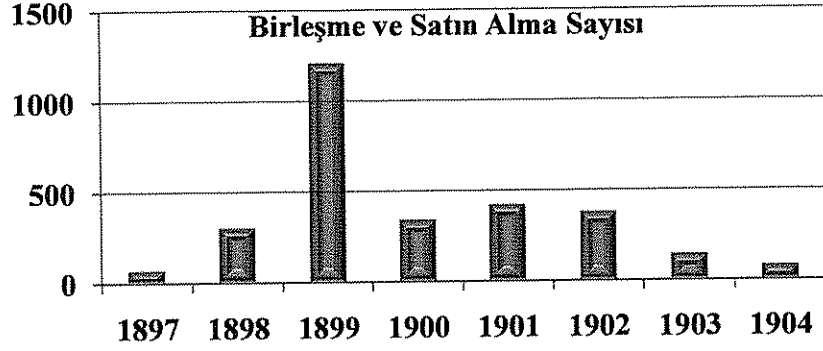
Yıl	Birleşme ve Satın Alma Sayısı
1897	69
1898	303
1899	1208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79
Toplam	2943

Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings*, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.24

Yukarıdaki tablo değerlerini grafikte gösterecek olursak 1899 yılında birleşme ve satın alma sayısının tavan yaptığı 1904 yılında da tekrar 1897 yılı seviyesine gerilemiştir.

Şekil 3.3.

1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar



Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings*, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.24

Aşağıdaki tablo incelendiğinde birinci dönemde yapılan birleşme ve satın almaların %78'i yatay birleşme ve satın alma olmuştur.

Tablo 3.4.

1897-1904 Arasındaki Birleşme ve Satın Alma Şekilleri

1895-1904 Yıllarında Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri	
Birleşme Yöntemi	Yüzde (%)
Yatay	78,30
Dikey	12,00
Dikey ve Yatay	9,70
Toplam	100,00

Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings*, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.25

Bu dönemde üç bin kadar birleşme ve satın alma olmasına rağmen sadece çok azı başarılı olmuştur. Başarısızlık nedenler arasında sinerji yaratılamamasıdır. Başarısızlığın nedeni olan diğer etmenler ise 1903 resesyonu ve takibinde 1904 yılında borsanın

çöküşü gösterilebilmektedir. Borsanın çöküşü bankacılık sistemine ciddi zararlar verip birçok bankanın iflas etmesine neden olmuştur. Bankaların çöküşü sonucunda bu dönemde yapılan satın almalar ve birleşmeleri finanse eden finansal ürünlerin yok olmasına neden olmuştur. Ayrıca ABD kongresini antitröst yasası çıkartıp bunu uygulaması birleşme ve satın almaların sayısını azaltan diğer bir etmen olmaktadır¹²².

3.2.2. İkinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1916-1929)

Bu dönem Birinci dünya savaşının bitiminde başlayıp 1929 Büyük Buhran'a kadar olan süreyi kapsamaktadır. Bu dönemde 4.500'den fazla birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir¹²³. İkinci dönemde, birinci dönemde yapılan yatay birleşme ve satın almaların aksine dikey birleşme ve satın almalar ağırlık kazanmıştır. Ayrıca birleşme ve satın almalarda otomobil sektörü ve haberleşme (özellikle radyo) sektörü öne çıkan sektörler olmaktadır. Dikey birleşme ve satın almalarla firmalar dağıtım kanallarını daha verimli kullanmayı amaçlamışlardır.¹²⁴

Birinci dönemde olduğu gibi ikinci dönemde de bankalar birleşme ve satın almaların finansmanında önemli rol oynamışlardır. Bankalar birleşme ve satın almalar için ihtiyaç duyulan sermayenin büyük bir kısmını ellerinde tutmaktaydılar¹²⁵.

İkinci dönemin birinci dönemden diğer bir farkı ise ABD'de antitröst yasalarının uygulanması daha katıydı. Bu durum sektörlerde monopolist yapıdan oligopolist yapıya kaymaya neden olmuştur¹²⁶.

3.2.3. Üçüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1965-1969)

Bu dönemdeki birleşme ve satın almalar holding birleşme ve satın almaları olarak da adlandırılmaktadır. Bu dönemde yapılan birleşme ve satın alma aktivelere %80'i

¹²² Gaughan, s.27-28

¹²³ Edward P. Halibozek, Gerald L. Kovacich, s.23

¹²⁴ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, s.8

¹²⁵ Gaughan, s.29

¹²⁶ Edward P. Halibozek, Gerald L. Kovacich, s.23

holding birleşme ve satın almalarıdır¹²⁷. 1960'lı yıllara gelindiğinde ABD'de savunma harcamaları önceki dönemlere göre azalmış ve holdingleri yeni iş kollarına itmiştir. Diğer bir etmen ise 60'lı yıllarda ortaya çıkan yönetim anlayışıdır. Dönemin yönetim anlayışına göre iyi bir yöneticinin her şeyi yönetebileceğini varsaymaktaydı. Bu dönemde holding birleşme ve satın almalarına bakıldığında holdinglerin sahip oldukları şirketlerin en az 1/3'nün havayolu ve doğal kaynak tüketim (orman, petrol) şirketlerine sahip idiydiler. Ayrıca bu dönemde gıda sektörü gibi büyüme hızları nüfusun büyüme hızına bağlı sektörlerin holdingleşme gitmesine neden olmuştur¹²⁸. Bu dönemde gerçekleşen birleşme ve satın almaları etkileyen temel faktörler şunlardır¹²⁹:

- Hızlı gelişen ekonomide artan hisse fiyatları
- Yüksek faiz oranları
- Antitröst yasaların monopolist oluşumları engelleyecek şekilde sıkılaştırılması

Tablo 3.5.

1963-1970 Arası Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Yıl	Birleşme ve Satın Alma Sayısı
1963	1.361
1964	1.95
1965	2.125
1966	2.377
1967	2.975
1968	4.462
1969	6.107
1970	5.152
Toplam	26.509

Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate*

Restructings, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.33

¹²⁷ Gaughan, s.32

¹²⁸ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, s.8

¹²⁹ Edward P. Halibozek, Gerald L. Kovacich, s.24

Bu dönemdeki yasal düzenlemeler birleşme ve satın almaların holding birleşme ve satın almaları olmasında etkili olmuştur. Üçüncü dönemde yürürlükte olan yasa 1950 Celler-Kefauver Antitröst yasasıydı. Celler-Kefauver yasası 1914 Clayton Yasası'nın genişletilmiş halidir. 1914 Clayton Yasasına göre bir birleşme ve satın alma sektördeki rekabet koşullarını engelleyecek ise bu birleşme ve satın alma yasalar tarafından onaylanmazdı. Fakat Clayton Yasası firmaların iştirak gibi varlık alımlarıyla rekabeti engelleyebilecek girişimlerine karşı engelleyici değildi. Bu eksiği kapatmak için 1950'de Celler-Kefauver yasası çıkartılmıştır¹³⁰. Holding birleşmeleri arasında ürün geliştirme birleşmeleri %60 oranında iken pazar genişletme birleşmeleri ve satın almaları önemsenmeyecek derecede küçüktür. Saf holding birleşmeleri ise %23 oranında pay almıştır¹³¹.

1960'ların başındaki sıkı antitröst uygulamaları, 60'ların ortalarında Richard M. Nixon'un Amerikan Başkanı seçilmesiyle yumuşatılmıştır. Yasaların uygulanmasındaki esnekliğinin sonucu 1963-1970 Arasındaki Birleşme ve Satın Almalar tablosunda görülmektedir.

İkinci dünya savaşından sonra Amerikan ekonomisinde büyüme patlamıştır. 50'li yıllar Amerika için refah yılları olmuştur. Gelişen ekonomi ve artan refah seviyesi kredi ihtiyacını artırmış ve faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Ayrıca artan tüketim ve gelişen ekonomi ile büyüyen firma (growth company) ve büyüyen hisse (growth stock) sayısında artış meydana gelmiştir. İlk iki dönemdeki birleşmeler ve satın almalar yatırım bankaları tarafından desteklenmiştir. Ancak üçüncü dönemde yüksek faiz oranları ve sıkışık kredi piyasası nedeniyle firmalar birleşme ve satın almalara kaynak yaratmak için yatırım bankaları yerine yeni finansal çözüm yolları üretmişlerdir. Birleşme ve satın almaların finansmanında bu dönemde hisse devri yöntemi geliştirilmiştir¹³².

¹³⁰ Gaughan, s.33

¹³¹ M. Murat Ünlü, "Şirket Birleşmeleri ve Finansal Analiz", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, 1996), s.8. Aktaran: Serçe, s.133.

¹³² Gaughan, s.35

Firmalar birleşme ve satın almalarda hisse devrini kullanırlarken fiyat/kazanç (F/K) oranından faydalanmışlardır. 60'lardaki boğa piyasasının sonucu olarak hisselerin F/K oranları yükselmiştir. Yüksek F/K oranı yatırımcıların ekonomi hakkında optimist olduğunu ifade etmektedir. Yüksek F/K oranları hisse devri ile birleşme ve satın almalar için önemli bir fırsat olmuştur.

Birleşme ve satın almalarda yüksek F/K oranlarından faydalanılmıştır. Yüksek F/K oranlarının hisse devri yönteminde nasıl kullanıldığını bir örnek ile açıklayacak olursak, alıcı (bidder) firmanın F/K'nın 25:1 olduğunu varsayalım. Alıcı firmanın yıllık net karı \$1.000.000'dır ve hisse sayısı 1.000.000 adettir. Alıcı firmanın hisse fiyatı \$25'tir. Hedef firmanın F/K oranı 10:1, yıllık net karı \$100.000, dolaşımda olan hisse adeti 100.000 adettir. Hedef firmanın piyasa fiyatı \$10. Alıcı firma, hedef firmanın her 2 hissesi için kendi 1 hissesini önermektedir. Hedef firmanın bir hissesi \$10'dır ve 2 hissesinin değeri \$20 olmaktadır. \$20 değerindeki iki hisse için alıcı firma \$25 önererek bu 2 hisse için toplam \$5 prim ödemektedir. Hisse senedi adedi açısından da değerlendirildiğinde alıcı firma, hedef firmanın 100.000 adet hissesi için kendi 50.000 hissesini önermektedir. Alıcı firma hedef firmayı alabilmek için 50.000 adet hisse ihraç etmektedir¹³³.

Bu alım işlemi ana firmanın hisse başına düşen karını \$1'dan \$1,05'a yükseltmiştir. Eğer ana firmanın F/K oranı sabit kalırsa firmanın hisse başına düşen fiyatı artmaktadır. Örnekte hisse başına düşen kar\$1,05 ve F/K oranı 25:1 ise hissenin fiyatı \$26,25 olmaktadır. Birleşme ve alım sonucunda ana firmanın hisse fiyatı yükselmiştir¹³⁴.

Bu dönemde mevcut muhasebe standartlarının eksikliği satı alan firmalar tarafından yapay karlar üretmelerine fırsat sağlamışlardır. Bu durumu engellemek için

¹³³ Gaughan, s.35

¹³⁴ Gaughan, s.36

muhasebe standartları geliştirilmiş ve yasal düzenlemeler yapılarak Williams yasası çıkartılarak satın alma girişimleri (takeover) düzenlenmeye çalışılmıştır¹³⁵.

F/K'nın değişmemesi durumu yatırımcıların beklentilerini yansıtmaktadır. 60'larda gelişen ekonomide yatırımcılar hisse devri ile birleşme ve satın almalarından sonra F/K oranlarını sabit düşünüp hisse fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Bu durum 1968 sonunda Amerikan ekonomisinin daralma içine girmesine kadar devam etmiştir. 1969'dan sonra şirketlerin dağıtılabilir karlarında düşüşler olmuş ve hisse devri yöntemi cazibesini kaybetmiştir.

3.2.4. Dördüncü Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1981-1989)

70'li yıllarda kötü ekonomik koşullar nedeniyle birleşme ve satın almaların hızı kesilmiştir. 80'lerin başına gelindiğinde birleşme ve satın alma faaliyetleri tekrar hız kazanmıştır ve özellikle 84-89 yılları arasında o zamana kadar görülmemiş sayıda ve büyüklükte birleşme ve satın alma yapılmıştır.

¹³⁵ Gaughan, s.37

Tablo 3.6.

**1970-1980 ABD'de Birleşme ve Satın Alma
Faaliyetleri**

Yıl	Değer	
	Milyon \$	Sayı
1970	16.414	5.152
1971	12.619	4.608
1972	16.680	4.801
1973	16.664	4.040
1974	12.466	2.861
1975	11.796	2.297
1976	20.029	2.276
1977	21.937	2.224
1978	34.180	2.106
1979	43.535	2.128
1980	44.346	1.889
1981	82.618	2.395
1982	53.754	2.346
1983	73.080	2.533
1984	122.224	2.543
1985	179.767	3.001
1986	173.137	3.336
1987	173.137	2.032
1988	246.875	2.258
1989	221.085	2.366

Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings*, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.45

80'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler şirket satın almaları ve birleşme faaliyetlerinin daha fazla ve daha kolay olmasına neden olmuştur. Özellikle riski yüksek "junk bond"ların ortaya çıkışı firmaları satın alma girişimlerine karşı savunmasız bırakmıştır. Aynı zamanda bu dönemde LBO (leveraged buyout) kullanarak birleşmelerin ve satın almaların finansmanı sağlanmıştır.

Tablo 3.7.

**1981-1989 ABD'de Gerçekleşen En Büyük10 Birleşme
ve Satın Alma**

Yıl	Alıcı Firma	Hedef Firma	Fiyat (Milyar \$)
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	25,1
1984	Chevron	Gulf Oil	13,3
1988	Philip Morris	Kraft	13,1
1989	Bristol Myers	Squibb	12,5
1984	Texaco	Getty Oil	10,1
1981	DuPont	Conoco	8
1987	British Petroleum	Standard Oil of Ohio	7,8
1981	U.S. Steel	Marathon Oil	6,6
1988	Campeau	Federated Stores	6,5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	6,2

Kaynak: Patrick A. Gaughan, **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings**, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.48

İlk kez bu dönemde dostça ele geçirme (friendly takeover) ve düşmanca ele geçirme (hostile takeover) ayrımı yapılmıştır. Düşmanca ele geçirme girişimlerinin sayısı dördüncü dönemde yapılan birleşme ve satın almaların toplamı içerisindeki payı bir hayli yüksektir.

Bu dönemde yine ilk kez kurumsal yağmacılar (corporate raiders) kavramı ortaya çıkmıştır. Kurumsal yağmacılar birleşme ve satın alma faaliyetlerinden gelir elde etmeye çalışan kişiler ya da kurumlardır. Kurumsal yağmacıların temel kar elde etme taktikleri hedef firmanın hisselerini düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satmaktır. Bu dönemde dostça olmayan ele geçirme girişimlerinden yüksek gelirler elde etmişlerdir¹³⁶.

Dördüncü birleşme ve satın alma döneminin diğer bir yeniliği ise arbitrajcıların birleşme ve satın alma aktivitelerinden risksiz kazanç elde etmeleridir.

Bu dönemde ABD’de yapılmış olan birleşme ve satın almalar dönemin değişen ekonomik şartlarına göre yeniden yapılandırılan sektörlerde ağırlık kazanmıştır. Bu dönemde yapılan birleşme ve satın almaların %50’den fazlası aşağıda belirtilmiş sekiz sektörde meydana gelmiştir¹³⁷.

- 1. Telekomünikasyon Sektörü:** Teknolojik yenilikler ve ABD ve Avrupa’da bu sektörde yaşanan deregülasyon telekomünikasyon sektörünü birleşme ve satın almalar açısından cazip kılmıştır.
- 2. Medya Sektörü:** Medya sektörü de teknolojik gelişmelerden etkilenmiştir. Özellikle dağıtım kanallarında gelişim ve küreselleşme ile yeni pazarların ortaya çıkışı medya sektörü üzerine ilgiyi artırmıştır.
- 3. Finansal Hizmetler Sektörü:** Yeni finansal araçların ortaya çıkışı ve küreselleşme ile finansal hizmetler şirketlerinin (bankalar, sigorta şirketleri, yatırım bankaları) yeni pazarlara girmeleri zorunlu ve bu nedenden ötürü de birleşme ve satın almalar gerçekleşmiştir.
- 4. Kimya ve İlaç Sektörü:** Bu iki sektör yüksek maliyetli araştırma ve geliştirme giderleri ve hızlı taklit edilme sorununa maruz kalmaktadırlar. Kimya sektörü için emtia ürünlerin fiyatları hayati anlam ifade etmektedirler. İlaç firmaları ise patent koruma ve jenerik ürün nedenleriyle zorluk çekmektedirler. Maliyetlerden ötürü yoğun sermaye

¹³⁶ Gaughan, s.49

¹³⁷ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, s.9

gereksinimi nedeniyle bu iki sektörde birleşme ve satın almalar yoğun bir şekilde yaşanmıştır.

5. **Otomotiv ve Petrol&Gaz Sektörü:** Otomotiv sektörü küresel arz fazlalığından, petrol&gaz sektörü ise enerji fiyatlarındaki belirsizlikten ve petrol kartellerinden (OPEC) dolayı birleşme ve satın almalar yaşanmıştır.
6. **Hizmetler Sektörü:** Küreselleşme ve deregülasyon sonucunda yeni pazarlarda ortaya çıkan fırsatları değerlendirmek üzere bu sektörde birleşme ve satın almalar yaşanmıştır.
7. **Gıda ve Perakendecilik Sektörü:** Bu iki sektör nüfusun gelişme ve tüketim hızından doğrudan etkilenmektedir. Küreselleşme ile nüfus gelişim ve tüketim hızı yüksek olan pazarlara girme imkanı oluşmuştur. Bu nedenden ötürü 80'lerde gıda ve perakendecilik sektöründe yoğun birleşme ve satın almalar görülmüştür.
8. **Doğal Kaynaklar (Madencilik) Sektörü:** Bu sektörde en önemli sorun doğal kaynakların tükenebilir olmasıdır. Hammadde teminin üretim kapasitesini karşılamaması veya üretim kapasitesinin üzerinde olması bu sektörde birleşme ve satın almaların görülmesine yol açmıştır.

İlk üç dönemde birleşme ve satın almalar ülkelerin kendi içlerinde olmuştur. Amerikan firmaları diğer Amerikan firmalarıyla birleşme ve satın alma yoluna, Avrupalı ve diğer ülkelerdeki firmalarda ülke sınırlarının dışına çıkmamışlardır. Fakat küreselleşme dalgasının başlamasıyla 80'lerde uluslar arası birleşmeler ve satın almalar gözlemlenmeye başlamıştır. Ancak Anglo-Sakson kültürlerinde yoğun görülen birleşme ve satın almalar Fransa, Almanya, Japonya gibi diğer gelişmiş ülkelerde itibar görmemiştir¹³⁸. Bu ülkelerin sosyo ekonomik yapıları birleşme ve satın almaların yeteri

¹³⁸ TÜSİAD Görüşleri Dizisi,"Birleşme ve Devralamalar", No.2, Aralık 1999, s.3.

kadar gelişmemesine neden olmuştur. İtalyan lastik üreticisi Pirelli'nin Alman lastik üreticisi Continental şirketini satın almasını Federal Alman Devleti engellemiştir¹³⁹

3.2.5. Beşinci Birleşme ve Satın Alma Dönemi (1992-2002)

Dünyada son 20 yılda ekonomik, politik ve teknoloji alanında önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Dünyanın çift kutuplu sistemden tek kutuplu sisteme geçişi, Doğu bloğunun çöküşü ile serbest piyasaya geçen ülkeler ve Güneydoğu Asya ülkelerinin hızlı kalkınması sonucunda yeni pazarların ortaya çıkışı mevcut pazarlarda yeniden yapılanmaya gidilmiştir. Özellikle internetin ortaya çıkışı ve bilgisayarlardaki gelişme yeni sektörler yaratmıştır. Ayrıca iletişimin kolay hale gelmesi ve ülkeler arası ticaretin serbestleşmesi beşinci birleşme ve satın alma nedenleri olarak tanımlanmaktadır.

80'lerin sonunda Amerikan ekonomisinin durgunluğa girmesi ve riskli tahviller piyasasının çökmesiyle birleşme ve satın almaların sayısı azalmıştır. 1992'den itibaren birleşme ve satın almalar tekrar hız kazanarak 5. Dönem başlamıştır. Bu dönemde dostça olmayan ele geçirme girişimlerinin sayısı azalmış ve stratejik birleşmeler ve satın almalar önem kazanmıştır. Bu dönemde birleşmeler ve satın almalar kolay ve hızlı kazanç sağlamak hedeflenmemiş bunun yerine stratejik hedefler birleşme ve satın almalarda belirleyici etmen olmuşlardır.

80'lerdeki birleşmelerin finansmanında yoğun olarak kullanılan yüksek riskli tahvilleri kullanmak yerine alıcı firmalar birleşmeler ve satın almalar için özkaynaklarına yönelmişlerdir. Bu dönemde birleşmelerin ve satın almaların büyük bir bölümü özkaynaklarla finanse edilmiştir¹⁴⁰.

Önceki ilk dört dönemden farklı olarak beşinci dönemde Avrupa'nın ve Asya'nın da birleşme ve satın almalarında ağırlıklarını artırdıkları gözlemlenmektedir. Aşağıdaki tabloda Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya'nın birleşme ve satın alma büyüklükleri

¹³⁹ Haim Levy, Marshall Sarnat (Capital Investment, Financial Decisions) Pearson Educaiton, Fifth Edition, 1994, s.677

¹⁴⁰ Gaughan, s.51

bakımından 1995-2000 dönemlerinde önceki dönemlere göre artmıştır. Avrupa ve Asya'nın birleşmeler ve satın almalarda aktif rol oynamaya başlamalarına rağmen tabloyu incelediğimizde ABD toplamına erişememektedirler. ABD beşinci dönemde de birleşmeler ve satın almalarda lider konumdadır.

Tablo 3.8.

**Ülkelere Göre Birleşme ve Satın Alma Büyüklükleri
(Milyar \$)**

Yıl	Birleşik					
	ABD	Krallık	Almanya	Fransa	Kanada	Japonya
1990	301	99	17	20	25	14
1991	206	68	19	26	14	7
1992	217	52	19	28	13	4
1993	348	43	16	23	18	7
1994	484	53	10	30	26	5
1995	735	158	17	24	36	40
1996	931	134	15	59	50	12
1997	1.248	178	63	87	63	20
1998	2.009	214	69	104	95	26
1999	2.150	434	339	313	98	202
2000	2.073	474	175	89	230	109

Kaynak: Patrick A. Gaughan, **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings**, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.54

Tablo 3.9.

1990-1999 Arası Birleşme ve Satın Almalar

Yıl	Birleşme		Satın	
	Alma Sayısı	% Değişim	Değer (Milyar \$)	% Değişim
1990	4324		206	
1991	3621	-16%	141	-32%
1992	3778	4%	125	-11%
1993	4193	11%	178	42%
1994	5060	21%	278	56%
1995	6427	27%	388	40%
1996	7333	14%	563	45%
1997	8525	16%	779	38%
1998	10092	18%	1343	72%
1999	8695	-14%	1394	4%

Kaynak: Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings*, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC., 2002, s.54

Bu dönemdeki birleşme ve satın alma nedenlerinin önceki dönemlere göre ne tür farklılıkları olduğunu maddeler halinde açıklarsak:

1. Teknolojinin özellikle bilişim teknolojilerinin çok hızlı gelişmesi
2. İletişim ve ulaştırma masraflarında azalma
3. İlk iki madde nedeniyle uluslar arası ticaretin hız kazanması
4. Rekabetin artması
5. Yeni iş kollarının ortaya çıkışı
6. Bazı alanlarda regülasyonlar artarken bazı alanlarda ise deregülasyona gidilmesi

7. 1992-2000 dönemlerde ekonomik koşulların birleşme ve satın almalar için uygun olması

2000 yılında en üst seviyeye ulaşan birleşme ve satın almalar 2001'den itibaren dünya ekonomilerinde yaşanan durgunluktan dolayı düşüşe geçmişlerdir.

3.2.5. Altıncı Birleşme ve Satın Alma Dönemi (2003 -Günümüz)

Uluslar arası birleşme ve satın alma istatistikleri incelendiğine 2003 yılı ve sonrası itibaren birleşme ve satın almalarda altıncı dönemin başlangıcı olarak gösterilmektedir.

2001 yılında keskin bir şekilde sayısı azalan birleşme ve satın alma anlaşmalarından sonra 2003 yılında ve takiben 2004'te birleşmeler ve satın almalar tekrar önem kazanmıştır. 2005 yılında da 2004'e göre %30 oranında bir artış meydana gelmiştir. 2005 yılında dünya genelinde 6134 birleşmeden 716 milyar dolarlık gelir elde edilmiştir.

2007 yılında bir önceki yıla göre birleşmeler artış göstererek 1,6 trilyon dolara ulaşmıştır. 2008 yılında ise uluslar arası finansal kriz nedeniyle birleşme ve satın almalar olumsuz etkilenmiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri 2008'de bir önceki yıla göre %35 azalmış ve 2005 yılından beri en düşük küresel işlem hacmini oluşturmuştur¹⁴¹.

2009 yılında dünyada 9.945 birleşme ve satın alma anlaşması yapılmıştır. Bu 9.945 anlaşmanın toplam açıklanan değeri 899,5 milyar ABD dolarıdır.

¹⁴¹ <http://www.haberler.com/deloitte-2008-in-rekortmeni-3-1-milyar-dolarlik-haberi-yazdir/> Aktaran: Serçe, s.142

Tablo 3.10.

2000-2009 Arasında 10 Büyük Uluslar arası Birleşme ve Satın Alma Anlaşmaları

Sıra	Yıl	Alıcı	Hedef	Ödenen Miktar(Milyon ABD Doları)
1	2000	America Online Inc.	Time Warner	164.747
2	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75.961
3	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74.559
4	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corporation	72.671
5	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband & Internet Svcs	72.041
6	2009	Pfizer Inc.	Wyeth	68.000
7	2000	Nortel Networks Corporation (Şirket Bölünmesi)		59.974
8	2002	Pfizer Inc.	Pharmacia Corporation	59.515
9	2004	JP Morgan Chase & Co	Bank One Corp	58.761
10	2008	Inbev Inc.	Anheuser-Busch Companies, Inc	52.000

Kaynak: http://en.wikipedia.org/wiki/Mergers_and_acquisitions

3.3. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Türkiye’de birleşme ve satın alma işlemleri gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça düşük sayıdadır. Türkiye için birleşme ve satın alma yeni bir kavramdır. Birleşme ve satın almaların gelişmemesinin nedenleri şunlardır:

- 1980’li yıllara kadar serbest piyasa şartlarının sağlanamaması
- Ekonomik krizler
- Hukuksal eksikler
- Ekonomide kamu payının yüksek oluşu
- Finansal piyasaların sığılığı
- Aile şirketlerinin birleşme ve satın almaları benimsememeleri

Türkiye 80’lerde liberal ekonomiyi benimsemiştir. Fakat yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı birleşme ve satın almalar 2003 yılından itibaren hız kazanmıştır. 2003’ten itibaren hız kazanmasının nedenleri olarak 2001 ekonomik krizinden sonra mali ve ekonomik reformların yapılarak Türk ekonomisinin yeniden yapılandırılması, dünyada ekonomik şartların Türkiye lehine olması, şirketlerde kurumsallaşmanın öneminin kavranması ve en önemli neden ise önemli büyüklüklerde özelleştirmelerin yapılmış olmasıdır.

3.3.1. Türkiye’de Birleşme ve Satın Almaların Gelişimi

Türkiye’de ilk birleşme ve satın alma işlemi Osmanlı İmparatorluğu döneminde gerçekleşmiştir. 1874 yılında Avusturya Osmanlı Bankası ve Fransız sermayeli Bank-ı Osman-ı Şahane birleşmişlerdir. Cumhuriyet döneminde ise ilk birleşme ve satın alma 1933 yılında Türk Ticaret Bankası ile Üsküdar Bankası arasında gerçekleşmiştir. 1950-60’larda yapılan birleşme ve satın almalar ise finansal zorluk içersinde bulunan firmaların kurtarılmasına yönelik olan birleşme ve satın almalarıdır.

1965-1975 döneminde Türkiye de dünyada yaşanan holdingleşme trendine uymuş ve bu holdingleşme amacıyla birleşme ve satın almalar olmuştur. 1975-1980

dönemi ise ekonomik ve siyasi istikrarsızlık nedeniyle birleşme ve satın almalar açısından durgun bir dönem olmuştur¹⁴².

1980 sonrası Türkiye'nin "liberal ekonomik sisteme" geçişi ve uygulanan istikrar programıyla sanayileşmenin gelişmesi birleşme ve satın almaların gelişimini hızlandıran adımlar olmuşlardır. Fakat bu dönemde ABD'de yaşanan birleşme ve satın alma modası Türkiye'de yaşanmamıştır. Bu dönemde birleşmeler ve satın almalar zor durumda olan firmaların kurtarılması, aynı fonksiyonlara sahip şirketlerin bir araya getirilmesi gibi nedenlerle yapılmıştır.

1990'ların başında küreselleşme ve teknolojik gelişmelerin etkisi Türkiye'de birleşme ve satın almalara olumlu yansımıştır. Ayrıca 90'ların ortasında Türkiye'nin gümrük birliğine girmesi yabancı yatırımcıların ülkeye olan ilgilerini artırmıştır. Bu dönemdeki birleşme ve satın almaların öncüsü olarak Lassa'nın Bridgestone ile evliliği gösterilmektedir.

90'ların sonlarına gelindiğinde grup içi birleşmeler ve satın almalar ağırlık kazanmıştır. Holdinglerden bazıları aynı sektörde birden fazla firmaya sahiptir. Bu dönemde holdingler aynı sektörde birden fazla olan firmalarını birleştirme yoluna gitmişlerdir. Grup içi birleşme ve satın almalara örnek olarak Koç grubunun Arçelik ve Ardem'i birleştirmesi, Anadolu grubunun Ege Bira, Erciyes Bira, Efes Bira ve Akdeniz Bira'yı birleştirmesi, Sabancı grubunun Çanakkale Çimento ve Akçimento'yu birleştirmesi gösterilmektedir¹⁴³.

Serbest piyasalara geçişle bankacılık sektöründe de birleşme ve satın almalar yaşanmıştır. Aşağıdaki tabloda 1985-2000 yılları arasında bankacılık sektöründe birleşme ve satın almalar yer almaktadır.

¹⁴² Ankara Sanayi Odası, "Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri", **Active Bankacılık Finans Dergisi**, Yıl.4, Sayı 19, Temmuz-Ağustos 2001, s.42-51

¹⁴³ Çuhadaroğlu, s.72

Tablo 3.11.

1985-2000 yılları arasında bankacılık sektöründe birleşme ve satın almalar

Banka	Alıcı	Satıcı	Banka	Alıcı	Satıcı
Garanti	Doğuş	Sabancı/Koç	Yurtbank	İhlas/Balkaner	İhlas
Osmanlı	Doğuş	Yabancı	Yurtbank	Balkaner	Özelleştirme
MNG	Doğuş	Yabancı	Sümerbank	Garipoğlu	Özelleştirme
MNG	MNG	Doğuş	Etibank	Bilgin	Özelleştirme
Bank Ekspres	Doğuş	İ.Betil vd.	Anadolu	Başaran	Özelleştirme
Bank Ekspres	Korkmaz Yiğit	Doğuş	Denizbank	Zorlu	Yabancı
İmar	Uzan	Doğuş	Sakura	Finba	D.Temel
Dışbank	Lapis	T. İş Bankası	Bayındır	Bayındır	Yabancı
Dışbank	T.İş Bankası	Lapis	Kapital	Ceylan	Akın
Dışbank	Doğuş	T.İş Bankası	Tekstil	GSD	Yabancı
İnterbank	Çağlar	Çukurova	Sitebank	Sürmeli	Yabancı
Egebank	Bayraktar	Özkat	Ulusal	Cingilloğlu	Yabancı
Egebank	Demirel	Bayraktar/İhlas	Koçbank	Koç	Yabancı

Kaynak: Ankara Sanayi Odası, “Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri”, *Active Bankacılık Finans Dergisi*, Yıl.4, Sayı 19, Temmuz-Ağustos 2001,

s.62

90'larda birleşme ve satın almaların yoğun olduğu bir diğer sektör ise medyadır. Bu dönemde yaşanan başlıca medya birleşmeleri ve satın almaları şunlardır:

- Milliyet Gazetesi (Karacan-Doğan Holding – K. Yiğit-Doğan Holding),
- Hürriyet Gazetesi (S. Simavi-E. Aksoy – Doğan Holding),
- Akşam Gazetesi (M.A. Ilıcak – Çukurova Holding),
- NTV (Nergiz Holding – Doğu Holding),
- Show TV (E. Aksoy – Çukurova Holding),
- Kanal E (Doğu Holding),
- Kanal D (Doğu Holding),
- TGRT ve Türkiye Gazetesi (İhlas Holding).

90'larda banka ve medya sektöründen sonra en fazla perakende sektöründe birleşme ve satın alma yaşanmıştır. Bu dönemdeki perakende sektöründeki birleşme ve satın almalar:

- Tansaş ve Makro (Doğu Holding)
- Gima, Marks and Spencer (Fiba Grubu)
- Carrefour (Sabancı)

3.2.1. 2002-2009 Arası Türkiye'de Birleşme ve Satın Almalar

3.2.1.1. Giriş

Türkiye'de birleşme ve satın almalar 2002'den sonra hız kazanmıştır. Türkiye'deki birleşme ve satın almalar 2002-2009 döneminde her yıl için ayrı incelenmiştir. Birleşme ve satın almalara ait veriler Ernst&Young danışmanlık firmasının yıllık olarak hazırladığı Birleşme ve Satın Alma Raporundan faydalanarak oluşturulmuştur.

Aşağıdaki tabloda 2002-2009 döneminde gerçekleşmiş birleşme ve satın almaların yerli-yabancı ayrımına göre işlem adetleri ve açıklanan işlem değerleri yer almaktadır. İşlem sayılarına göre incelendiğinde Türk firmaları işlem adedi olarak yabancı firmaların önünde olmuştur. Fakat işlem değerlerinde ise adet olarak daha az işlem yapan yabancı firmaların firma başına ödedikleri değer daha fazla olmuştur.

Tablo 3.12.

2002-2009 Arası Türkiye’de Birleşme ve Satın Almalar

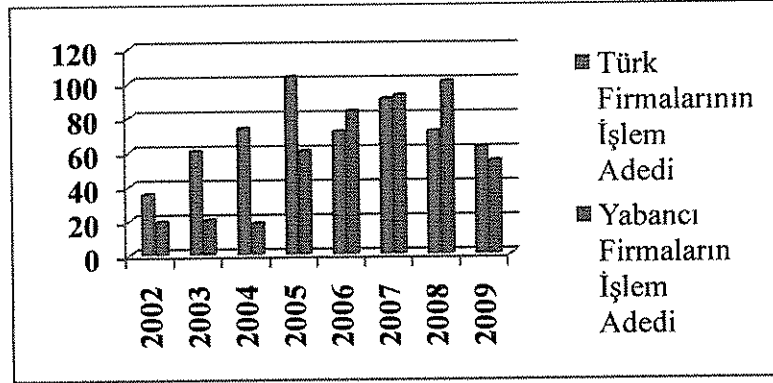
Tablo: Yıl	Türk Firmalarının İşlem Adedi	Yabancı Firmaların İşlem Adedi	Toplam İşlem Adedi	Türk	Yabancı	Toplam
				Firmaları nın İşlem Değeri (Milyar ABD\$)	Firmaların İşlem Değeri (Milyar ABD\$)	
2002	35	19	54	0,4	0,2	0,6
2003	60	20	80	0,9	0,5	1,4
2004	73	18	91	2,2	0,3	2,5
2005	103	60	163	13,1	17,2	30,3
2006	71	83	154	1,7	16,6	18,3
2007	90	92	182	8,6	16,9	25,5
2008	71	100	171	4,3	12	16,3
2009	62	54	116	2,4	1,5	3,9

Kaynak: Erns&Young, **Birleşme ve Satın Alma Raporu**, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009’ dan derlenmiştir.

2002-2009 döneminde yerli-yabancı firmaların işlem adetleri şekil 3.1.’de gösterilmektedir.

Şekil 3.1.

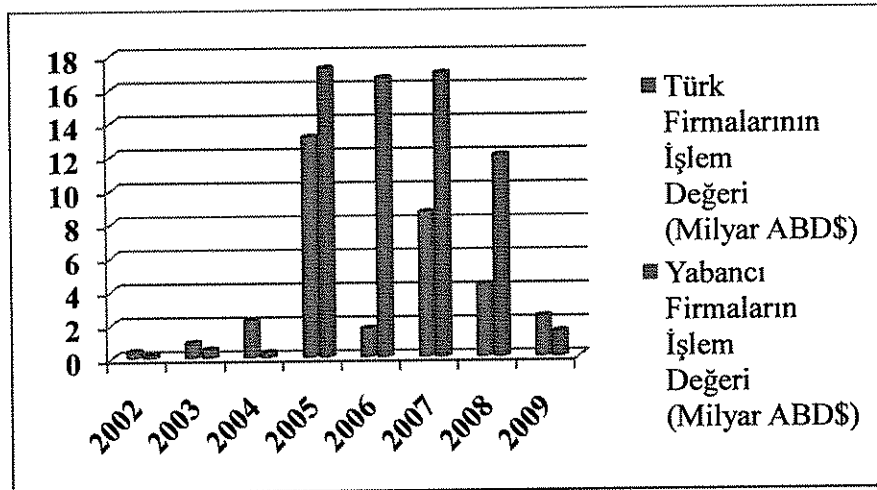
2002-2009 Döneminde İşlem Adetleri



Kaynak: Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009'dan derlenmiştir

Şekil 3.2.

2002-2009 Döneminde İşlem Değerleri



Kaynak: Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009'dan derlenmiştir

3.2.1.2. 2002 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

Ernst&Young Kurumsal Finansman Danışmanlık AŞ’nin Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 raporuna göre Türkiye’de toplam 54 birleşme ve satın alma işlemi yapılmıştır. Bu 54 işlemten sadece 34’ünün değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanan birleşme ve satın almalar 613,7 Milyon ABD dolarıdır. Bu değer işlem değeri açıklanmamış birleşme ve satın alma işlemlerinin eklenmesiyle 1 Milyar ABD dolarına yükseleceği tahmin edilmektedir.

2002’deki toplam işlem değerinin %60’ını Türk firmalar oluşturmaktadır. Aşağıdaki Tablo da görülebileceği gibi Türk firmalarını sırasıyla İngiltere, ABD, Japonya takip etmektedir.

Tablo 3.13

2002’de Ülkelere Göre Satın Alan Firmaların İşlem Değeri ve Sayısı

Ülkeler	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)	İşlem Sayısı
Türkiye	367,5	35
İngiltere	101,1	5
ABD	85	3
Japonya	37	3
Almanya	8	3
İtalya	7	2
Kanada	4,9	1
Hollanda	3,1	1
Avusturya	İşlem değeri açıklanmamıştır.	1

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2003, s.4

2002’de finansal hizmetler, gıda, bilişim, enerji sektörleri birleşme ve satın almaların en yoğun yaşandığı sektörler olmuştur. Aşağıdaki tabloda birleşmelerin ve satın almaların yoğun yaşandığı sektörlerde işlem adetleri ve işlem değerler verilmiştir.

Tablo 3.14.

Hedef Şirketlerin İşlem Sayısına ve Değerine Göre Sektörel Dağılımı

Sektör	İşlem Sayısı	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Finansal Hizmetler	17	198,5
Gıda ve İçecek	7	139,8
Bilişim	6	108,3
Enerji	4	46,9
Çimento	2	37,0
Otomotiv	1	5,6
Diğer	17	77,5

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2003, s.6

Aşağıdaki tabloda 2002'de Türkiye'de ilk on birleşme ve satın alma işlemi yer almaktadır.

Tablo 3.15.

2002'de Türkiye'de ilk on birleşme ve satın alma işlemi

Alan	Hedef Şirket	Hisse Oranı %	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Koç Holding	Opet	50	125
Cadburry	Kent Gıda	51	95
PBG	Fruko	77,3	85
HSBC	Bnekar	100	75
Standart Çimento	Eşçim	Varlık Satışı	46,6
Honda	Anadolu Honda	50	37
Parsan Makine	Asil çelik	19	29
Tüpraş	Ditaş	51	16,5
Sabancı	Piyale	100	14,5
Elit Factoring	Toprak Y.B	89,9	10,8

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2003

3.2.1.3. 2003 Yılında Türkiye'de Birleşmeler ve Satın Almalar

2003 yılında Türkiye'de birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hacmi bir önceki yıla göre artmıştır. 2003'ün en büyük birleşme ve satın alması Aycell-Aria birleşmesi olmuştur. 2003'te toplam 80 tane birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir. Bu 80 adet

işlemin 54 tanesinin işlem değeri bilinmektedir. Aycell-Aria brleşmesi ve değeri açıklanmamış işlemler hariç toplam birleşme ve satın alma işlemlerinin hacmi 1,4 milyar ABD dolarıdır.2003'te yabancı firmalar 20 adet birleşme ve satın alma yapmışlardır. Bu 20 işlemin açıklanan değeri 506 milyon ABD doları olmuştur.

Tablo 3.16.

2003'de Ükelere Göre İşlem Değeri ve Sayısı

Ülke	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)	İşlem Sayısı
Türkiye	887,4	60
Almanya	159,1	3
İngiltere	154,0	3
Fransa	72,0	2
İzlanda	63,0	1
Tayland	22,0	1
Macaristan	17,9	1
Danimarka	15,5	1
Yunanistan	1,3	1

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2004, s.4

Yılın en önemli birleşme ve satın alma işlemi Aycell-Aria birleşmesi olmuştur. Özelleştirme kapsamındaki Tekel Alkollü İçkiler Sanayi'nin Nuroi-Limak-Özaltın-

Tütsab Ortak Girişim Grubu tarafından satın alınması 2003 yılının Aycell-Aria birleşmesinden sonra en önemli ikinci işlemidir.

Tablo 3.17.

2003'de Türkiye'de ilk on birleşme ve satın alma işlemi

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Aycell	Türkiye	Aria	Telekom	Açıklanmadı
Nurol-Limak-Özaltın-Tütsab	Türkiye	Tekel Alkollü İçkiler	Gıda ve İçecek	292,0
Tesco	İngiltere	Kipa	Perakende	124,0
Çalık Enerji	Türkiye	Bursagaz	Enerji	120,0
Yıldız Entegre	Türkiye	İgsaş	Kimya	100,5
Deutsche Bank	Almanya	BSH Profilo	Dayanıklı Tüketim M.	88,3
Yilyak Yakıt	Türkiye	Gemlik Gübre	Kimya	83,1
Danone Groupe	Fransa	Danone SA	Gıda ve İçecek	72,0
BSH Bosch	Almanya	BSH Profilo	Dayanıklı Tüketim M.	70,8
Pharmaco	İzlanda	Fako İlaç	İlaç	63,0

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2004, s.7

Hedef şirketlerin sektörel dağılımı işlem değerine göre incelendiğinde gıda ve içecek sektörü en fazla işlemin yapıldığı sektör olmuştur. Aşağıdaki tabloda görüldüğü

üzere gıda ve içecek sektörünü sırasıyla finansal hizmetler ve tekstil sektöründeki birleşme ve satın almalar izlemektedir.

Tablo 3.18.

İşlem Sayısına Göre Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı

Sektör	İşlem Sayısı
Gıda ve İçecek	11
Finansal Hizmetler	8
Tekstil	8
Kağıt	5
Lojistik	5
Altyapı	5
Madencilik	4
Bilişim	3
Enerji	3
Perakende	3
Dayanıklı Tüketim Malları	2
Diğer	23

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2004, s.6

3.2.1.4. 2004 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

2004’te Türkiye’de toplam 91 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu 91 işlemten 67 tanesinin işlem değeri belirtilmiştir. 2004 yılında tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış plan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 2,5 milyar ABD dolarıdır.

Aşağıdaki tabloda 2004 yılında gerçekleşmiş işlem sayıları yer almaktadır.

Tablo 3.19.

2004 Yılında Ükelere Göre Gerçekleşmiş İşlem Değerleri

Ülke	İşlem Adedi	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Türkiye	73	2.180,0
Almanya	2	2,6
İngiltere	4	9,2
ABD	2	3,0
Diğer	10	305,2

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2005

2004’te 2002 ve 2003’ten farklı olarak madencilik ve turizm sektörlerinde birleşme ve satın almalar hareketlilik kazanmıştır. Madencilik sektöründe gerçekleşen 14 işlemin 11 adedi, özelleştirme kapsamındaki şirketlerdir. Turizm sektöründe ise Çukurova Grubu ve Vakıfbank’ın bankacılık dışındaki sektörlerden çıkması nedeniyle hareketlilik yaşanmıştır.

3.2.1.5. 2005 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

2002-2009 döneminde en fazla birleşme ve satın alma 2005 yılında gerçekleşmiştir. Birleşme ve satın almaların bu kadar yüksek olmasının nedeni 2005’te yapılan yüksek hacimli özelleştirmeler ve TMSF satışlarıdır. 2005’te toplam 164 adet birleşme ve satın alma yapılmıştır ve bu işlemlerden sadece 93’nün işlem değeri açıklanmıştır. 2005’te işlem değeri açıklanmış birleşme ve satın almaların değeri 30,3 milyar ABD doları gerçekleşmiştir. İşlem değeri açıklanmamış işlemler için yapılan tahminlerle birlikte 2005’te toplam işlem hacmi 31 milyar ABD doları olarak tahmin edilmektedir.

2005 yılında ilk defa yabancı firmaların birleşme ve satın almalarında Türk firmalarının önüne geçtiği görülmüştür. 2005’te toplam işlem hacminin %57’sini yabancı firmalar oluşturmuştur. Yabancı firmalar içerisinde Avrupalı firmalar ağırlık kazanmaktadır. Avrupalı firmalar, yabancı firmaların yaptığı 60 işlemin 35 tanesini gerçekleştirmişlerdir. ABD’li firmalar ise 8 adet birleşme ve satın alma gerçekleştirmiştir. Telekomünikasyon, enerji altyapı ve bankacılık sektörleri 2005’te en fazla birleşme ve satın almanın yaşandığı sektörler olmuşlardır.

2005’te gerçekleşen il on birleşme ve satın alma bir sonraki sayfada yer almaktadır.

Tablo 3.20.

2005'te Gerçekleşen İlk On Birleşme

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Saudi Oger	S. Arabistan	Türk Telekom	Telekomünikasyon	6.550
Vodafone	İngiltere	Telsim	Telekomünikasyon	4.550
Koç-Shell OGG	Türkiye	Tüpraş	Enerji	4.140
Oyak-Arcelor	Türkiye	Erdemir	Demir Çelik	2.960
Ge Capital	ABD	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	1.805
Alfa Group	Rusya	Turkcell	Telekomünikasyon	1.590
Koçbank	Türkiye	Yapı kredi Bankası	Finansal Hizmetler	1.508
Fortis	Belçika	Dışbank	Finansal Hizmetler	1.160
PSA-Akfen OGG	Singapur	TCDD Mersin Limanı	Liman Hizmetleri	755
Doğan Şirketler G.	Türkiye	POAŞ	Enerji	616

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2006, s.10.

3.2.1.6. 2006 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

2006 yılında toplam 156 birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir. Bu işlemlerden 96 tanesinin işlem değeri belirtilmiştir. 2006 yılında işlem değeri açıklanmış birleşme ve satın almaların toplam değeri 18,3 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış birleşme ve satın almalarla birlikte toplam işlem değerinin 19,2 milyar ABD doları seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. 2005 yılının birleşme ve satın almalarının önemli bir kısmını TMSF satışları oluşturmuştu. TMSF satışları 2006 yılında da birleşme ve satın almalarını olumlu etkilemiştir. Fakat bu olumlu etki sadece işlem sayısına yansımış, işlem hacmine ise olumlu bir katkı sağlamamıştır.

2006 yılında bankacılık sektöründe önemli birleşmeler ve satın almalar yaşanmıştır. En büyük üç banka satışı olan Finansbank-NBG, Denizbank-Dexia ve Akbank-Citibank işlemlerinin toplam değeri 10,3 milyar ABD doları olmuştur.

Bankacılık sektörü dışında 2006’da işlem değeri olarak önemli birleşme ve satın almaların yaşandığı diğer bir sektör ise enerji sektörüdür. OMV, Petrol Ofisi’nin %34’ünü 1,1 milyar ABD dolarına satın almıştır.

Bir sonraki sayfada yer alan tabloda 2006’da gerçekleşmiş 10 büyük birleşme ve satın alma yer almaktadır.

Tablo 3.21.

2006'da Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
National Bank of Greece	Yunanistan	Finansbank	Finansal Hizmetler	3.975
Dexia	Belçika	Denizbank	Finansal Hizmetler	3.228
Citigroup	ABD	Akbank	Finansal Hizmetler	3.1
OMV	Avusturya	Petrol Ofisi	Enerji	1.054
Texas Pacific Group	ABD	Mey İçki	Gıda ve İçecek	810
Cipor	Portekiz	Yibitaş Lafarge	Çimento	702
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Türkiye	Avea İletişim Hizmetleri	Telekomünikasyon	500
Axel Springer	Almanya	Doğan TV	Medya	480
St. Martin's Property Group	İngiltere	Cevahir Alışveriş Merkezi	Alışveriş Merkezi	422
Groupama	Fransa	Başak Emeklilik ve Sigorta	Finansal Hizmetler	268

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2007, s.8.

3.2.1.7. 2007 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

2007’de toplam 183 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu 182 işlemten 135’inin değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplamı 25,5 milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış birleşme ve satın almalarla ilgili tahminleri de kapsadığında 2007 yılında toplam işlem hacminin 26,7 milyar ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir.

2007’de Türk firmaları dünya çapında birleşmelere ve satın almalara alıcı olarak katılmışlardır. 2007’de Hürriyet’in Trader Media East (TME)’in %67,3’ünü, Eczacıbaşı’nın Villeroy&Boch’un kargo bölümünün %51’ini ve Ülker’in Godiva’yı satın alması öne çıkan işlemler olmuştur.

Yabancı yatırımcıların Türkiye’ye olan ilgisi 2007 yılında da devam etmiştir. Yabancı yatırımcılar 2007’de yerli yatırımcıları geride bırakarak toplam 16,9 milyar ABD doları yatırım yapmışlardır. Yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı %66 olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacmi göz önünde bulundurulduğunda Hollandalı yatırımcılar 3,7 milyar ABD doları ile birinci sırada yer almaktadırlar. Yerli yatırımcılar ise 2007’de 8,6 milyar ABD doları değerinde yatırım yapmışlardır. Hacimsel olarak yabancı yatırımcıların yatırım tutarları geçmiş iki sene ile aşağı yukarı aynı seviyede olmasına rağmen oransal olarak ise yabancıların payı azalmaktadır.

2007’deki toplam 182 işlemin 92’sini yabancılar gerçekleştirmiştir. Oransal olarak yabancı yatırımcıların işlem adedindeki payı %51 düzeyindedir. Yabancıların dahil olduğu işlemler bazında 14 işlem ile ABD birinci sırada yer almaktadır. ABD’yi sırasıyla Almanya ve Hollanda izlemektedir.

2007’de tamamlanmış ve değeri açıklanmış en büyük 10 işlemin toplam değeri 17 milyar ABD doları olmuştur. Bu değer, açıklanan işlem değerinin %67’sini oluşturmaktadır. İlk 10 işlem içerisinde yoğunluk olarak yabancı yatırımcılar göze çarpmaktadır. Fakat geçmiş yıllara göre karşılaştırma yapıldığında yerli yatırımcıların 10 işlemdeki paylarının arttığı gözlemlenmektedir.

Tablo 3.22.

2007'de Gerçekleşmiş En Büyük On İşlem

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
IC Fraport Konsorsiyumu	Almanya, Türkiye	Antalya Havaalanı	Havalimanı İşletmeciliği	3.197
GMR, Limak Malaysia Airport Holding	Malezya, Hindistan, Türkiye	Sabiha Gökçen Havaalanı	Havalimanı İşletmeciliği	3.1
ING	Hollanda	Oyak Bank	Finansal Hizmetler	2.673
Socar&Turcas, Injaz	Azerbeycan, Suudi Arabistan, Türkiye	Petkim	Petrokimya	2.04
KKR	ABD	Un Ro-Ro	Taşımacılık	1.284
İzmir Limanı	Türkiye, Çin	İzmir Port	Taşımacılık	1.275
Turkuaz Radyo Televizyon (Çalık Holding)	Türkiye, Çin	ATV-Sabah	Medya ve Eğlence	1.1
National Commercial Bank	Suudi Arabistan	Türkiye Finans Katılım Bankası	Finansal Hizmetler	1.08
Doğuş Holding	Türkiye	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	647
Zentiva	Çek Cumhuriyeti	Eczacıbaşı	İlaç	602

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2008, s.17.

3.2.1.8. 2008 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

Dünyada yaşanan ekonomik krizin şiddetinin artmasına rağmen 2008’de yatırımcıların birleşme ve satın almalara ilgileri devam etmiştir. 2008’de toplam 172 adet birleşme ve satın alma gerçekleşmiştir. Bu 172 işlemten 92 tanesinin değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanan işlemlerin toplam değeri 16,3 milyar ABD doları olmuştur. İşlem değeri açıklanmamış satın almalarla ilgili tahminlerde eklendiğinde 2008 toplam işlem hacminin 18,5 milyar ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir.

2008’de büyük boyutlu işlemler sınırlı sayıda olmuştur. Milyar ABD doları üzerinde sadece 4 adet işlem gerçekleşmiştir. Birleşme ve satın alma işlemleri daha çok orta ve küçük ölçekli firmalarda yaşanmıştır.

Yabancı yatırımcıların Türkiye’ye olan ilgisi uluslar arası ekonomik krize rağmen devam etmiştir. Yabancı yatırımcılar 2008’de 12,01 milyar ABD doları tutarında yatırım gerçekleştirmişlerdir. 2008’de yabancıların toplam işlem hacmindeki payı %73 olmuştur.

2008’de yabancı yatırımcıların işlem adedindeki payı %59 olmuştur. Yabancıların dahil olduğu işlemler incelendiğinde işlem adedi bazında 13 işlem ile Almanya birinci sırada yer almaktadır.

2008’de sektörel bazda yatırımların dağılımı incelendiğinde, enerji sektörü en fazla işlem hacmine sahip olan sektör olmuştur. 2008’ de enerji sektöründe değeri 5,7 milyar ABD doları olan 16 işlem yapılmıştır. Enerji sektörünü 2,4 milyar ABD doları işlem hacmiyle finansal hizmetler sektörü izlemiştir. Finansal hizmetler sektöründe en fazla birleşme ve satın alma sigortacılık sektöründe yaşanmıştır.

Türkiye’de 2008 yılında tamamlanmış de değeri açıklanmış en büyük 10 işlemin toplam değeri 10,1 milyar ABD dolarıdır. Bu değer, açıklanan işlemlerin toplam değerinin %62’sini oluşturmaktadır. Aşağıdaki tabloda 2008’de gerçekleşen en büyük 10 işlem yer almaktadır.

Tablo 3.23.

2008'de Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
British American Tobacco (BAT)	İngiltere	Tekel Sigara	Üretim	1.72
BC Partners, Turkven, DeA Capital	İngiltere, Türkiye, İtalya	Migros Türk	Perakende	1.65
Global Yatırım Holding&Energaz&STFA Yatırım Holding&ABN Amro	Türkiye, Hollanda	Başkent Doğalgaz	Enerji	1.61
Sabancı Holding, Verbund, EnerjiSA	Türkiye, Avusturya	Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş.	Enerji	1.225
Sibirskiy Cement	Rusya	Set Çimento	Çimento	937
National Bank of Greece	Yunansitan	Finansbank	Finansal Hizmetler	697
Akcez Ortak Girişim Grubu	Türkiye, Çek Cumhuriyeti	Sakarya Elektrik Dağıtım	Enerji	600
OAOLukoil	Rusya	Akpet Akaryakıt Dağıtım A.Ş.	Enerji	600
Axa SA	Fransa	AXA Oyak Holding	Finansal Hizmetler	525
Palmali Group, SOCAR	Azerbaycan	Tekfen İnşaat	İnşaat	520

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2009, s.15.

3.2.1.9. 2009 Yılında Türkiye’de Birleşmeler ve Satın Almalar

2008’de başlayan uluslar arası ekonomik kriz 2009’da Türkiye’yi ciddi şekilde etkilemiştir. Krizin etkileri 2009’da birleşme ve satın alma işlemlerine yansımıştır. 2009 neredeyse her sektörde ve her ülkeden yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın almaların olduğu, ancak önemli kararların piyasadaki genel belirsizlik ortamında ertelendiği bir sene olmuştur.

Dünyadaki ekonomik gelişmelere paralel olarak birleşme ve satın alma işlem hacminde 2009’da daralma meydana gelmiştir. 2008’de 171 birleşme ve satın alma gerçekleşmiş iken 2009’da bu sayı 116 adete gerilemiştir. Aynı durum değeri açıklanan işlemlerde de görülmektedir. 2008’de değeri açıklanmış işlemler toplamı 16,3 milyar ABD doları iken, 2009’da 3,9 milyar ABD doları olmuştur. İşlem değeri açıklanmamış birleşme ve satın almalarının da eklenmesiyle toplam işlem değerinin 2009’da 5,7 milyar ABD doları seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

2009’da milyar dolar seviyesinde hiç işlem gerçekleşmemiştir. En büyük işlem 606 milyon ABD doları ile Türkşeker’e ait fabrikaların C portföyünün özelleştirilmesidir. Şeker fabrikalarının özelleştirilmesini elektrik dağıtım bölgelerinin özelleştirmeleri takip etmektedir. Özelleştirmeler hariç en büyük birleşme ve satın alma Krom Maden, Kop Krom ve Güney Krom’un 300 milyon ABD doları bedelle Taiyuan Iron & Steel Group Company’e satışdır. Bir sonraki sayfada yer alan tabloda 2009 yılına ait en büyük 10 birleşme ve satın alma yer almaktadır.

Tablo 3.24.

2009'da Gerçekleşmiş On Büyük Birleşme ve Satın Alma

Satın Alan	Ülke	Hedef	Sektör	İşlem Değeri (Milyon ABD doları)
Ak-Can Şeker	Türkiye	Türk Şeker Fabrikaları C Portföyü	Yiyecek ve İçecek	606,00
Eti Gümüş	Türkiye	Osmangazi EDAŞ	Enerji	485,00
Çalık Enerji	Türkiye	Yeşilirmak EDAŞ	Enerji	442,00
Taiyuan Iron & Steel Group	Çin	Krom Maden, Kop Krom, Güney Krom	Madencilik	300,00
Zentiva	Çek Cumhuriyeti	Eczacıbaşı – Zentiva Sağlık ve Kimyasal Ürünler	Sağlık	253,60
NBG International	Yunanistan	Finansbank Malta Holdings	Finansal Hizmetler	241,00
Aksa Elektrik Perakende Satış	Türkiye	Çoruh EDAŞ	Enerji	227,00
Oyak Grubu	Türkiye	Lafarge Aslan Çimento	Çimento	218,50
Statkraft	Norveç	Yeşil Enerji	Enerji	119,30
HSBC Principal Investments ve İş Girişim Sermayesi	Türkiye	Havaş Yer Hizmetleri	Hizmetler	93,24

Kaynak: Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2010, s.7.

4. Birleşme ve Satın Almalarda Değerleme

Birleşme ve satın alma süreçlerinde değerlendirme en kritik aşamalardan biridir. Birleşme ve satın alma ticari anlamda mantıklı olabilirken finansal anlamda cazip olmayabilmektedir. Birleşme ve satın almalarda uygun fiyatın belirlenmesi çok önemlidir. Örneğin eğer alıcının teklifi çok düşükse hedef firma bu teklifi kabul etmez, başka alıcı firmalarla görüşür. Eğer alıcının teklifi çok yüksek ise alıcı birleşme ve satın alma için ödediği primi birleşme sonrası oluşan sinerjiyle karşılayamamaktadır.¹⁴⁴

Değerleme konusu ele alındığında bazı genellemelerin bilinmesinde fayda vardır. İlk dikkat edilecek nokta değerlendirme modeli ne kadar kantitatif olsa da modeli uygulayan analisttir. Analistin seçtiği parametreler doğrultusunda model değerlemeyi yapmaktadır. Bu nedenden ötürü değerlendirme öznelidir. İyi bir değerlemeden beklenti, kesin sonuca yakın bir değer elde edilebilir olmasıdır.

4.1. Hedef Firma Değerleme

İndirgenmiş nakit akımları (discounted cash flows (DCF)), göreceli firma karşılaştırması ve göreceli işlem karşılaştırması olmak üzere üç çeşit hedef firma değerlendirme yöntemi bulunmaktadır. Hedef firma değerlemesinde bu üç yöntem ayrı ayrı kullanıldığı gibi birlikte de kullanılabilirlerdir.

4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş nakit akımlarına göre firma değeri, firmanın mevcut yapısı, organizasyonu ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucunda elde edilmektedir. Firmanın varlıklarının, nakit yaratabildikleri sürece bir değeri olmaktadır. Bu nedenden ötürü firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılmaktadır. Tahmin edilen nakit akımları paranın zaman değeri kullanılarak belirli

¹⁴⁴ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.133

iskonto oranından bugüne indirgenmektedir. Özetle bu yöntem, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihi itibarıyla bugüne indirgenmesidir.¹⁴⁵

Serbest nakit akımlarının ve iskonto oranının belirlenmesinde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu bölümde indirgenmiş serbest nakit akımlarını hesaplamak için iki aşama yöntemi kullanılmıştır. İlk aşama belli bir dönem içerisinde firmanın nakit akımlarını tahmin etmektir. İkinci aşama ise belli bir dönemden sonra firmanın son değerinin hesaplanmasıdır. Firmaya ait serbest nakit akımları tahmin edildikten sonra bu değerler ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) oranı ile bugüne indirgenmektedirler. Firmanın serbest nakit akımlarını oluşturmak için önce firmanın proforma finansal tabloları hazırlanmaktadır. İlk aşama, proforma finansal tabloları oluşturmak için uygun bir zaman aralığı belirlenmesidir. Tahmini finansal tabloların doğru tahmin edilebilmesi için zaman aralığı çok önemlidir. Proforma tablolar oluşturulurken herhangi bir standart yöntem yoktur. Değerlemeyi yapan analist firmanın özelliklerine ve beklentilere göre her finansal tablo kalemi için ayrı tahminde bulunabilmektedir. Birleşme ve satın almalarda hedef firma için proforma finansal tablolar oluşturulurken analistlerin sinerji faktörünü de değerlemeye katmaları zorunludur. Hedef firma değerlemesinin diğer değerlemelerden ayıran en önemli özellik sinerji faktörüdür.

Belirli bir zaman aralığında proforma finansal tablolar hazırlandıktan sonra hazırlanan bu proforma tablolardan firmaya ait serbest nakit akımları oluşturulmaktadır.

Firmaya ait serbest nakit akımlarının hesaplanması net kar ile başlamaktadır. Net kara vergi sonrası faiz gideri eklenmektedir. Bu kara kaldıraçsız kar (unlevered kar) denilmektedir.¹⁴⁶

$$\text{Kaldıraçsız Net Kar} = \text{Net Kar} + \text{Vergi sonrası net faiz gideri}$$

¹⁴⁵ Hünkar İVGEN, "Şirket Değerleme" Finnet Yayınları, Birinci Baskı, Nisan 2003, s.43

¹⁴⁶ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s..286

Bir sonraki aşama kaldıraçsız kara ödenecek vergilerde değişimin çıkarılması olmaktadır. Ödenecek vergilerdeki değişimin kaldıraçsız kara eklenmesinden sonra ortaya çıkan değer vergiden sonra düzenlenmiş net faaliyet karı (net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)) denilmektedir. Ödenecek vergilerin kaldıraçsız faizden çıkarılmasındaki amaç amortismanın finansal raporlama ve vergi muhasebesi için farklı hesaplamaların sonuçlarını ortaya çıkarmaktır. Firmalar amortisman hesaplarırken finansal raporlama amaçlı ve vergi amaçlı farklı amortisman giderleri hesaplamaktadırlar. Firmalar, vergi kalkanından yararlanmak için varlıklarının amortisman giderlerini yüksek gösterirler. Finansal raporlamada ise daha düşük amortismanın daha yüksek net kara sebep olacağı için amortisman giderlerini düşük gösterme eğilimindedirler. Vergi muhasebesi ile finansal raporlama arasındaki bu fark bilançolarda ödenecek vergi borçları (deferred tax liabilities) ve vergi alacağı (deferred tax asset) kalemlerinde gösterilmektedir. Nakit akımları hesaplanırken bu farklılığın hesaba katılması zorunludur. Vergiden sonra düzenlenmiş net faaliyet karı (net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹⁴⁷

$$\text{NOPLAT} = \text{Kaldıraçsız net kar} + \text{Ertelenmiş vergiler (deferred taxes)}$$

Vergiden sonra düzenlenmiş net faaliyet kar hesaplandıktan sonra ise nakit çıkışı gerektirmeyen yükümlülükler eklenmektedir. En önemli nakit çıkışı gerektirmeyen yükümlülükler amortisman ve değer düşüklüğüdür (impairment). Serbest nakit akımını hesaplamak için nakit çıkışı gerektirmeyen bu yükümlülükler faaliyet karına eklenmelidir.¹⁴⁸

Firmaya ait serbest nakit akımları hesaplanırken ertelenmiş vergilerle düzeltilmiş net faaliyet karına nakit çıkışı gerektirmeyen yükümlülükler eklendikten sonra ortaya

¹⁴⁷ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing,, s.287

¹⁴⁸ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.287

çıkan değerden net işletme sermayesi (NİŞ) değişimi ve sabit varlık harcamaları çıkartılmaktadır. Firmaya ait serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.¹⁴⁹

Firmaya ait serbest nakit akımı = Vergilerle düzeltilmiş net faaliyet karı + nakit çıkışı gerektirmeyen yükümlülükler – Net işletme sermayesi değişimi – Sabit varlık harcamaları

Firmaya ait serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Net Kar	
+ Vergi sonrası net faiz gideri	
<hr/>	
Kaldıraçsız net kar	
+ Ertelenmiş vergiler	
<hr/>	
Vergilerle düzeltilmiş net faaliyet karı	
Nakit çıkışı gerektirmeyen	
+ yükümlülükler	
- Net işletme sermayesi değişimi	
- Sabit varlık harcamaları	
<hr/>	
Serbest Nakit Akımı	

Firmaya ait serbest nakit akımları belirli bir dönem içinde tahmin edildikten sonraki aşama iskonto oranının bulunmasıdır. İskonto oranı hedef firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) olmaktadır. Ağırlıklı sermaye maliyeti hedef firmanın iş riskini içermektedir. Birleşme ve satın almalarda hedef firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine birleşme sonucunda değişecek sermaye yapısına ve risklerine göre eklemeler yapılmalıdır.¹⁵⁰

¹⁴⁹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.287

¹⁵⁰ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.288

Son değer (terminal value) hesaplanmasında iki yöntem kullanılmaktadır. İlk yöntem Gordon'un sabit büyüme modelidir. Sabit büyüme modelinin uygulanabilmesi için son değerin (terminal value) belirlenmesi gerekmektedir. Büyüme oranı (g) belirlenirken enflasyon ve gerçek büyüme oranları dikkatle incelenmelidir. Sonsuza giden büyüme oranı ilk aşamadaki büyüme oranlarından daha düşük olabilmektedir. Çünkü birleşme ve satın almalarda kısa dönemde sinerji uzun döneme göre daha fazla olmaktadır. Sinerjiye ek olarak birleşme ve satın alma sonrası oluşan rekabet avantajı, maliyetlerde düşüş gibi faktörler kısa dönemde büyüme oranlarının uzun dönem büyüme oranlarına göre daha yüksek olmasını sağlamaktadır. Sabit büyüme modeli aşağıdaki formülde gösterilmektedir.¹⁵¹

$$\text{Son Değer} = \frac{\text{Serbest Nakit Akımları}_T(1 + g)}{(AOSM - g)}$$

Son değer (terminal value) hesaplanmasında kullanılan ikinci yöntem ise birinci aşama sonucunda (tahmin süresi) oluşan firma değeri üzerinden yola çıkarak firma satılırsa oluşacak değeri son değer olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemi kullanarak son değeri bulmaya çalışan analistler ilk aşamada hesapladıkları serbest nakit akımları veya beklenen riski, büyümeyi ve ekonomik koşulları kapsayan çarpanları kullanmaktadırlar. Çarpanlar firmanın içinde bulunduğu sektöre göre değişiklik göstermektedirler. Hizmetler sektörü için Faiz vergi ve amortisman öncesi kar (FAVÖK) önemli bir çarpan iken perakendecilik sektöründe mağaza sayısı önemli bir çarpan haline gelmektedir. Çarpanlar son değerin (terminal value) üretilmesinde kullanılmaktadırlar.¹⁵²

Hedef firmanın değeri ilk aşamada hesaplanan proforma nakit akımlarının ve son değerin bugünkü değeri toplamına eşit olmaktadır.

¹⁵¹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.288

¹⁵² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.288

İndirgenmiş nakit akımlarını kullanmanın diğer iki değerlendirme yöntemine göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin avantajları:¹⁵³

- Hedef firmanın nakit akımlarında birleşme ve satın alma sonrası değişimler değerlemeye katılmaktadır.
- İndirgenmiş nakit akımları modeli modifiye edilerek birleşme ve satın almalar için uygun hale getirilebilmektedir.
- Firmanın gerçek değeri model sonucunda tahmin edilen firmanın temellerine dayanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin dezavantajları:¹⁵⁴

- Karlılığın negatif olabildiği ilk yıllarda firmanın nakit akımlarını tahmin etmekte güçlükler yaşanmaktadır. Her zaman karlı firma nakit yaratan firma değildir. Örneğin hızlı genişleyen firma karlı bir firma olarak görülebilir ama yüksek sermaye harcamalarından ötürü negatif nakit akımlarını sahiptir. Bu durum nakit akımlarının güvenilir bir şekilde tahminini güçleştirmektedir.
- İndirgenmiş nakit akımları, firmanın gelecekte yaratacağı nakitlerin bugüne indirgenmesi sonucu bulunmaktadır. Geleceğin tahmini belirsizliği bulundurmaktadır. Yöntemin varsayımları son derece değerlemeyi yapan analistin tecrübesine ve bilgisine dayanmaktadır.
- Sermaye piyasalarındaki ve ekonomi koşullarındaki değişimler değerlemede kullanılan iskonto oranlarının değişmesine neden olmaktadır.
- Son değer (terminal value) ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve büyüme oranındaki “g” ufak değişimlerden bile çok etkilenmektedir. Bu durum son değer (terminal value) hesaplanmasını zorlaştırmaktadır.

¹⁵³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.289

¹⁵⁴ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.289

4.1.2. Göreceli Değerleme

İndirgenmiş nakit akımlarında hedef, varlıkların verilen nakit akımları ve risk özellikleriyle değerini bulmaktır. Göreceli değerlendirme ise piyasada hali hazırda fiyatlanmış benzer varlıklara dayanarak ilgili varlık için fiyat hesaplamaktır. Bu nedenle varlığın temel verileri arasında mantıksal oranlamalar yapılarak “piyasa çarpanları” olarak adlandırılan oranlar oluşturulmaktadır.¹⁵⁵

Göreceli değerlemenin iki aşaması bulunmaktadır. Birinci aşama fiyatların standardize hale getirilmesidir. Fiyatlar genellikle kazançlar, defter değeri ve satış çarpanlarına çevrilerek standardize hale getirilmektedir. İkinci aşamada karşılaştırılabilir firmalar bulmaktır. Karşılaştırılabilir firma bulmak bu yöntemin en zor yanlarından bir tanesidir. Benzer firma aranırken sadece değerlemesi yapılacak firmayla aynı sektörde faaliyet göstermesine bakılmamaktadır. Aynı sektörde faaliyet gösterebilecek firmaların riskleri ve büyüme potansiyelleri farklı olmaktadır.¹⁵⁶

Karşılaştırılacak firmalar tanımlandıktan sonra bu firmaların cari fiyatlarıyla piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bir firmanın piyasa değeri onun borç ve özsermaye değeri toplamından nakit ve yatırımların toplamının çıkartılmasıyla bulunmaktadır. Firma değeri/FAVÖK, firma değeri/FVÖK ve firma değeri/serbest nakit akımı örnek rasyolardır. Faiz öncesi bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin oranlarda paydada kullanılması firmaların finansal kaldıraç kullanımlarını değerlemeyi etkilemesini önlemek içindir.¹⁵⁷

Firmanın hisse fiyatının payda yer aldığı çarpanlar da değerlemede önemli yer tutmaktadır. Fiyat kazanç (F/K), fiyat-hisse başına nakit akımı (F/HBNA), fiyat-hisse

¹⁵⁵ Hünkar İVGEN, a.g.e. s.117

¹⁵⁶ Hünkar İVGEN, a.g.e., s.117

¹⁵⁷ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.290

başı defter değeri (F/DD) ve fiyat-hisse başına satış (F/S) rasyoları en sık kullanılan rasyolardır.¹⁵⁸

Firmanın faaliyet gösterdiği sektör rasyo seçiminde önemli yer tutmaktadır. Bazı durumlarda yukarıda bahsedilen finansal rasyolara ek olarak analistler sektöre has öz rasyoları da değerlemeye katmaktadırlar.¹⁵⁹

Birleşme ve satın almalarda hedef firma değerlendirirken klasik firma değerlemeye ek olarak “devralma primi” (takeover premium) hesaplanmaktadır. Alıcı firmanın hedef firmanın her bir hissesi için önerdiği fiyatla hedef hissenin cari fiyatı arasındaki farka “devralma primi” (takeover premium) denilmektedir. Birleşme ve satın almalarda hedef firmanın hisse değeri belirlenirken devralma priminden de faydalanılmaktadır. Devralma primi hedef firmanın göreceli değerlemesinde devralma primi rasyosu ile kullanılmaktadır. Devralma primi rasyosu şu şekilde hesaplanmaktadır:¹⁶⁰

$$\text{Devralma Primi Rasyosu} = \frac{DP - SP}{SP}$$

DP: Hedef firmanın anlaşma sonucunda oluşan hisse başına düşen satın alma fiyatı

SP: Hedef firmanın cari hisse fiyatı

Devralma primi rasyosu göreceli değerlemede hedef firmaya benzer ve birleşme ve satın almaya konu olmuş devralma primi rasyolarına sahip firmalarla kullanılmaktadır. Bu rasyo ile değerlendirme yapılırken dikkat edilmesi gereken iki önemli husus vardır. Birincisi rasyolar yakın geçmiş verilerine ait olmalıdırlar. Çünkü geçmiş devralma primleri ekonomik ve satın alma koşullarına göre değişmektedir. Dikkat edilmesi gereken ikinci önemli husus ise karşılaştırmada kullanılacak firmaların hem yakın

¹⁵⁸ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.290

¹⁵⁹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.290

¹⁶⁰ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.290

zamanda birleşme ve satın almalara konu olmuş olmaları hem de hedef firmayla aynı şirket özelliklerini göstermeleridir.

Göreceli değerlemeyi örnekle açıklayabilmekteyiz: A alıcı firmasının danışmanları T hedef firmasını değerlemek istemektedirler. Analistler değerlendirme yöntemi olarak karşılaştırmalı değerlemeyi kullanmaktadırlar. Karşılaştırma için hedef firmanın özelliklerini taşıyan üç adet firma saptanmıştır. Bu üç firmanın finansal verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Değerleme Değişkenleri	1.	2.	3.
(TL)	Firma	Firma	Firma
Cari hisse fiyatı	20	32	16
Hisse başı kar	1	1,82	0,93
Hisse başı nakit akımı	2,55	3,9	2,25
Hisse başına defter değeri	6,87	12,8	5,35
Hisse başına satışlar	12,62	18,82	7,65

Yukarıdaki tablodaki finansal veriler kullanılarak bu üç firmanın fiyat-kazanç (F/K), fiyat-nakit akımı (F/NA), fiyat-defter değeri (F/DD), ve fiyat-satışlar (F/S) rasyoları hesaplanmıştır.

Göreceli	1.	2.	3.	Ortalama
Değerleme	Firma	Firma	Firma	
Rasyosu				
F/K	20	17,58	17,2	18,26
F/NA	7,84	8,21	7,11	7,72
F/DD	2,91	2,5	2,99	2,8
F/S	1,58	1,7	2,1	1,79

Her bir rasyonun ortalamasının alınması karşılaştırmalı değerlemelerinin temel taşlarından biridir. Birbirinin özelliklerini taşıyan firmaların finansal rasyolarının ortalamaları alınmaktadır. Çünkü hedef firmanın rasyolarının da ortalama değerler civarında olduğu varsayılmaktadır.

Ortalamalar hesaplandıktan sonra her bir rasyo kullanılarak hedef firmanın hisse değeri bulunmaktadır. Burada her bir rasyo sonucunda farklı bir fiyat ortaya çıkmaktadır. Karşılaştırmalı değerlemede hesaplanan hisse fiyatlarının ortalaması alınarak tek bir fiyat oluşturulmaktadır.

Değerleme Değişkenleri (T1)	Hedef		Ortalama	Tahmini
	Firma	Rasyo	Rasyolar	Hisse Fiyatı
	(b)		(b)	(a*b)
Hisse başı kar	1,95	F/K	18,26	35,61
Hisse başı nakit akımı	4,12	F/NA	7,72	31,81
Hisse başına defter değeri	12,15	F/DD	2,80	34,02
Hisse başına satışlar	18,11	F/S	1,79	32,42
			Ortalama:	33,47

Yukarıda hedef firmanın tahmini hisse fiyatı bulunmuştur. Tahmini fiyata devralma primi eklenerek hedef firma için teklif fiyatı hesaplanmaktadır. Örnekte aynı sektörde faaliyet gösteren firmalardan birleşme ve satın alma faaliyetlerine katılanlarının devralma primleri hesaplanarak ortalamaları alınmıştır.

Hedef Firma	Devralma		Devralma Primi (%)
	Öncesi Hisse Fiyatı	Devralma Fiyatı	
1	23,00	28,50	%23,90
2	17,25	22,65	31,30
3	86,75	102,00	17,60
4	45,00	53,75	19,40
5	36,75	45,00	22,40
Ortalama Prim			%22,90

Firmanın hisse başına düşen devralma fiyatı ise şöyle hesaplanmaktadır:

Hedef firmanın tahmini hisse fiyatı: 33,47

Tahmini devralma primi : %22,9

Tahmini devralma fiyatı : 41,14 (33,29*1,229)

Göreceli değerlendirme yöntemi kullanmanın bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Avantajları şöyledir:¹⁶¹

- Göreceli değerlemenin hesaplanması kolaydır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde olduğu gibi karmaşık tahmin yöntemleri yoktur.
- Piyasadaki benzer firmalar baz alınarak hesaplanmaktadır.

Dezavantajları ise:

- Geçmiş devralma primi veriler değerlendirme için o anki koşulları yansıtmayabilmektedir.

¹⁶¹ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.292

- Sermaye yapısı değişecek bir firma için göreceli değerleme doğru olmamaktadır.
- Göreceli değerleme yöntemi piyasa fiyatlarından hesaplandığı için piyasa şartlarına karşı duyarlıdır. Bu durum yanlış değerlemeye yol açabilmektedir.

4.1.3. Karşılařtırılmalđ İşlem Analizleri

Hedef firma değerleme yöntemlerinde üçüncü yöntem karşılařtırılmalđ işlemler analizleridir. Bu yöntem göreceli değerleme yöntemine oldukça benzemektedir. Aralarındaki tek fark, karşılařtırılmalđ işlemler analizi yönteminde devralma primi hesaplanmamaktadır. Bu yöntemde teklif fiyatı baz alınarak çarpanlar hesaplanmaktadır.

Karşılařtırılmalđ işlem analizleri yönteminde ilk işlem yakın zamanda birleşme ve satın almalara konu olmuş firmaların tespitidir. Bu firmaları seçerken dikkat edilmesi gereken iki önemli nokta vardır. Birincisi bu firmalar, analizi yapılacak hedef firmayla aynı sektör içersinde yer almalı ya da en azından hedef firmayla benzer yapıya sahip olmaları gerekmektedir. İkinci önemli husus ise değerlemede kullanılacak bu örnek firmaların yakın geçmişte birleşme ve satın almalarda hedef firma olmalarıdır.¹⁶²

Karşılaştırmada kullanılacak firmalar belirlendikten sonra ikinci aşamaya geçilmektedir. İkinci aşamada seçilen örnek firmaların çarpanları hesaplanmaktadır ve ortalamaları alınmaktadır. Karşılařtırılmalđ işlem analizleri yönteminde piyasa çarpanları yerine birleşme ve satın alma için teklif edilmiş fiyatları baz alan çarpanlar kullanılmaktadır.¹⁶³

Aşağıdaki örnek Karşılařtırılmalđ işlem analizler yöntemiyle değerleme aşamalarını göstermektedir:

Örnek: T hedef firmasının hisse değeri hesaplanmak istenmektedir. Yapılan analizler sonucunda değerlemede kullanılacak olarak işlem analizleri yöntemi seçilmiştir. İşlem

¹⁶² CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.292

¹⁶³ CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 Corporate Finance, Pearson Custom Publishing, s.292

analizleri yöntemiyle değerlendirme için 3 tane birleşme ve satın almalara konu olmuş firma analize dahil edilmiştir. Bu üç firmanın finansal verileri şöyledir:

	1.	2.	3.
Değerleme Değişkenleri (TL)	Firma	Firma	Firma
Satın alma fiyatı (Birim hisse başına)	35,00	16,50	87,00
Hisse başı kar	2,12	0,89	4,37
Hisse başı nakit akımı	3,06	1,98	7,95
Hisse başına defter değeri	9,62	4,90	21,62
Hisse başına satışlar	15,26	7,61	32,66

Karşılaştırmada kullanılacak firmaların finansal verileri elde edildikten sonra bu verilerden çarpanlar ve sonrasında çarpanların ortalama değerleri hesaplanmaktadır.

Göreceli				
Değerleme	1.	2.	3.	
Rasyosu	Firma	Firma	Firma	Ortalama
F/K	16,50	18,50	19,90	18,30
F/NA	11,40	8,30	10,90	10,20
F/DD	3,60	3,40	4,00	3,70
F/S	2,30	2,20	2,70	2,40

Çarpanlar ve çarpanların ortalamaları hesaplandıktan sonra ortalama değerlerden T hedef firması için hedef hisse fiyatı belirlenmektedir. Her bir ortalama çarpanından bir hisse fiyatı hesaplanmaktadır. Sonrasında analistler bu hedef firma fiyatlarının ortalamalarını almaktadırlar ve tek bir hedef firma hisse fiyatı bulmaktadırlar. Ortalamalar alınırken eşit ağırlıklı aritmetik ortalama ya da ağırlıklandırılmış aritmetik ortalama kullanılabilir. Örneğin bu aşamada fiyat-nakit akımı (F/NA)

rasyosundan hesaplanana hisse değerine diğer çarpanlardan hesaplanan değerler göre daha fazla ağırlık verilmiştir.

Değerleme Değişkenleri (TI)	Hedef		Tahmini		Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Tahminler
	Firma	Rasyo	Ortalama	Hisse		
	(b)		(b)	c=(a*b)	(d)	(e=c*d)
Hisse başı kar	2,62	F/K	18,3	47,95	0,2	9,59
Hisse başı nakit akımı	4,33	F/NA	10,2	44,17	0,4	17,67
Hisse başına defter değeri	12,65	F/DD	3,7	46,81	0,2	9,36
Hisse başına satışlar	22,98	F/S	2,4	55,15	0,2	11,03
					Ortalama:	47,65

4.2. Fiyat Tekliflerinin Değerlendirilmesi

Hedef firmanın değerlemesi birleşmeler ve satın almaların en önemli süreçlerinden bir tanesidir. Fakat karar alırken hedef firmanın değerlemesi tek başına yeterli olmamaktadır. Hedef firma değerlemesinin yanında ana firmanın hedef firma için ne kadar birleşme ve satın alma primi ödeyeceğini de belirlemesi gerekmektedir. Birleşme ve satın primi birleşme ve satın alma sürecinde baştan belirlenmemektedir. Prim alıcı firma ile hedef firma arasındaki görüşmeler sonucunda oluşmaktadır. Eğer görüşmeler anlaşma yoluyla yapılan birleşme ve satın almalarla sonuçlanırsa alıcı firma hedef firma için ödeyeceği prim, dostça olmayan birleşme ve satın almalarda ödeyeceği primden daha az olabilmektedir.

Alıcı firmanın ödeyeceği prim, birleşme ve satın alma sonucunda oluşan değer artışından daha fazla olmamalıdır. İki firmanın birleşmesi sonucunda ortaya çıkan yeni firmanın değeri birleşme öncesi firmaların değerleri toplamından fazla olmalıdır. Değer artışı şöyle hesaplanmaktadır:

$$NBD = V_{BT} - (V_B + V_T)$$

NBD: Net değer artışı

V_{BT} : Birleşme sonrası firmanın değeri

V_B : Alıcı firmanın birleşme öncesi değeri

V_T : Hedef firmanın birleşme öncesi değeri

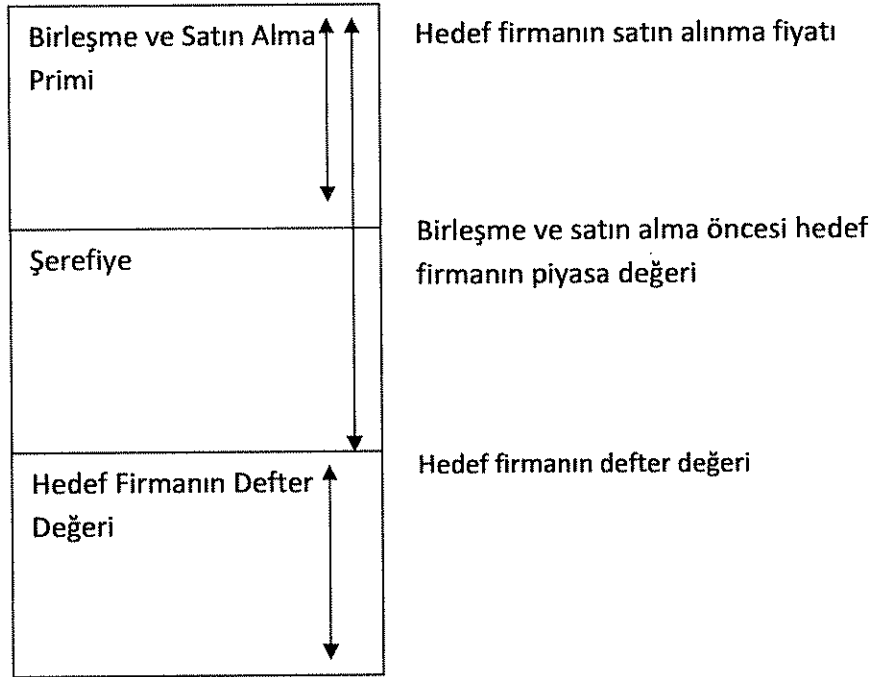
Birleşme ve satın alma sonucunda oluşan değer artışına sinerji denilmektedir. Alıcı firmanın birleşme ve satın almadan kazancı değer artışı ile birleşme ve satın alma primi arasındaki farktır. Hedef firmanın kazancı ise prim olmaktadır.

$$\text{Alıcı firmanın kazancı} = \text{birleşme sonrası değer artışı} - \text{prim}$$

Birleşme ve satın alma tekliflerinde alıcı firmanın ödeyeceği primde bir üst sınır ve hedef firmanın kabul edeceği bir alt sınır bulunmaktadır. Örneğin 80 milyon TL değeri olan "A" alıcı firması, değeri 25 milyon TL olan "T" hedef firması ile birleştikten sonra oluşan sinerji ile değerinin 135 milyon TL'ye yükseleceğini öngörmektedir. Birleşme ile oluşacak sinerjinin değeri 30 milyon TL'dir. Eğer "A" firması, "T" firması için 30 milyon TL prim öderse bu birleşmenin "A" firması için bir yararı olmamaktadır. Bu durumda "A" firması sinerjiden faydalanamamaktadır. Eğer "A" firması 30 milyon TL'den daha az bir prim öderse yapılan birleşmeden "A" firması kazançlı çıkmaktadır.

Fiyat tekliflerinin değerlendirilmesi sürecinde fiyat teklifleri ve hisse değerleri aşığıdaki gibi gösterilmektedir.

Şekil 4.1. Teklif Süreci



Kaynak: Aswath DAMODARAN, **Investment Valuation**, Wiley Finance 2002, Chapter 25 p.4.

5. Literatür Taraması

Birleşmeler ve satın almalar konusunda yapılan çalışmalar, iki gruba ayrılmaktadır. Birinci grup fiyat performansı analizleridir. Fiyat analizleri en sık uygulanan çalışmalardır. Fiyat analizlerine olay çalışmaları da (event studies) denilmektedir. Olay çalışmaları (event studies) yöntemi kendi içinde kısa ve uzun dönemli olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Kısa dönemli analizlerde, alıcı firma, hedef firma ve bir araya gelen firma için duyuru öncesi ve sonrasını kapsayan hisse senedi fiyat performanslarının ölçümü yapılmaktadır. Bu yöntemin etkin piyasalar hipotezi için güvenilir bir yöntem olduğu belirtilmektedir. Kısaca etkin piyasalara değinilecek olursa, etkin piyasalarda hisse senedi fiyatları, yeni bir bilginin piyasaya gelmesi ile ya da piyasada herhangi bir noktada herhangi bir değişimin yaşanması ile hemen düzeltilmektedir. Uzun dönemli analizlerde ise, satın alma duyurusunu izleyen üç ila beş yıl için bu kez uzun dönemli hisse senedi performansının ölçümü yapılmaktadır.¹⁶⁴

Kısa dönemli hisse senedi performansının ölçülmesine dayanan çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, genelde birleşme ve satın alma faaliyetlerinde hedef firmalar kazançlı çıkmaktadırlar. İstatistiksel testler sonucunda hedef firmalar pozitif aşırı getiriler elde etmektedirler. Alıcı firmalar için durum hedef firmalarınkinin tam tersidir. Alıcı firma pay sahipleri birleşmeler ve satın almalarından istatistiksel olarak anlamlı sıfır ya da negatif aşırı getiri elde etmektedirler. Birleşme ve satın alma tamamlandıktan sonra alıcı firmanın kısa dönemde az da olsa değer yaratabildiği ifade edilmektedir. Uzun dönemli hisse senedinin performanslarının ölçüldüğü çalışmalarda ise, alıcı firma pay sahiplerinin yine kaybettikleri görülmektedir.¹⁶⁵

Birleşmelerin ve satın almaların performanslarını ölçmek için fiyat performansı çalışmalarının dışında muhasebe temelli çalışmalar da yapılmaktadır. Muhasebe temelli

¹⁶⁴ Christa H. S. BOUWMAN, Kathleen FULLER, Amrita S. NAIN, "Stock Market Valuation and Mergers", Research Brief, MIT Sloan Management Review, Fall, 2003, s.9.

¹⁶⁵ Christa H. S. BOUWMAN, Kathleen FULLER, Amrita S. NAIN, a.g.m., s.9.

yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçların bazılarında alıcı firma pay sahiplerinin performansları yüksek çıkarken diğer kısımda tersi sonuçlar bulunmaktadır.¹⁶⁶ Duso ve diğerlerinin (2006) tamamen hisse senedi verilerinden yola çıkarak elde ettikleri bir değer olan kümülatif aşırı getiriler ile firmanın karlılığını içeren muhasebe temelli verilerin arasındaki ilişkin incelendiği çalışmada, iki değer arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır.¹⁶⁷

İkinci yöntem ise olay çalışmalarından farklı olmaktadır. İkinci yöntem, bilançoya dayalı göstergeler veya stokastik sınır yöntemleridir (ex-post studies). Bu yöntemde kontrol grupları ile birleşen firmaların performanslarının kıyaslaması yapılmaktadır. İlk yöntem olan olay çalışmalarında firmaların hisse senetlerinin getirilerindeki değişim incelenirken ikinci yöntemde karlılıkta değişim gibi çeşitli göstergeler incelenmektedir.¹⁶⁸

Birleşmelerin ve satın almaların performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan en önemli göstergelerden biri karlılık rasyolarıdır (aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE)). Yapılan çalışmalarda birleşme öncesinde firmalar, sektör ortalamasının üzerinde karlılığa sahiptirler. Birleşme sonrasında yine firmaların sektöre kıyasla daha yüksek performans sergiledikleri görülmektedir. Ancak birleşme öncesi durumla karşılaştırıldığında birleşen firmaların karlılık rasyolarında azalma gözlemlenmiştir.¹⁶⁹

Karlılık rasyolarının yanında verimlilik ve büyüme ile ilgilide değerlendirmeler yapılmaktadır. Verimlilik analizleri sonucunda birleşen firmaların verimliliğinin sektör ortalamasının altında kaldığı görülmüştür. Büyüme ile ilgili yapılan analizlerde ise

¹⁶⁶ Christa H. S. BOUWMAN, Kathleen FULLER, Amrita S. NAIN, a.g.m., s.9.

¹⁶⁷ Tomaso DUSO, Klaus GUGLER, Burçin YURTOĞLU, Is the Event Study Methodolgy Useful for Merger Analysis? A Comparision of Stock Market and Accounting Data, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozial Forschung – WZB, Social Science Research Center Berlin, SP2 2006-19, September 2006, s.2.

¹⁶⁸ Dario FOCARELLI, Fabio PANETTA, Carmelo SALLO, "Why Do Banks Merge?", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 34, Iss. 4, Now. 2002, s.1049

¹⁶⁹ Tsung-Ming YEH, Yasuo HOSHINO, "Productivity and Operatng Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent mergers", **Japan and the World Economy**, Vo.14, Iss.3,2002 s.354,356

birleşme sonrası dönemde, birleşme öncesi döneme göre satışların azaldığı görülmüştür.¹⁷⁰

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri inceleyen olay çalışmalarının amacı birleşme ve satın alma faaliyeti nedeniyle hisse senedi değerlerinde ortaya çıkan aşırı getirilerin etkilerini ölçmektir. Olay çalışmaları birleşme ve satın alma duyurusunun yapıldığı tarihi t_0 başlangıç olarak kabul etmekte, duyuru tarihi öncesi ve sonrasını karşılaştırmaktadır. Diğer bir deyişle duyuru tarihi, olay çalışmalarında milat olarak kabul edilmektedir. Duyuru tarihi belirlendikten sonra analiz edilecek zaman aralığı tespit edilmektedir. Olay penceresi belirlendikten sonra bu pencere içinde kalan her gün için tahmini getirinin ($\hat{R}_{i,t}$) hesaplanması gerekmektedir. Bu değer birleşme ve satın alma faaliyetinin olmadığı durumdaki getiriyi ifade etmektedir. Tahmini getiriyi ölçmede üç temel yöntem kullanılmaktadır. Bunlar, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa modeli ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemleridir. Yapılan birçok araştırmaya göre bu üç yöntemin benzer sonuçlar elde ettiği görülmektedir. Her üç yöntemde de aşırı getiri hesaplanmaktadır. Aşırı değer her bir firma için ve olay penceresindeki her bir gün için hesaplanmaktadır. Aşırı değere ($AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$) i firmasının t zamanındaki gerçekleşen getirisi ile tahmini getirisi arasındaki farktan ulaşılmaktadır. Aşırı getiriler hesapladıktan sonra bunların ağırlıklı ortalamaları alınmaktadır ($AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}$). Paydada yer alan “N” örnek kütledeki firma sayısını ifade etmektedir. Son adım olarak da, kümülatif ortalama aşırı getiriler ($CAR_t = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t$) hesaplanmaktadır.¹⁷¹

Tahmini getiri hesaplamada; piyasa modeli, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi olmak üzere üç yöntem kullanılmaktadır. Birinci yöntemde, bir tahmin dönemi seçilmektedir. Bu tahmin döneminde firmanın ortalama günlük getirileri belirlenmektedir. Bahsedilen dönem, olay penceresinden

¹⁷⁰ Tsung-Ming YEH, Yasuo HOSHINO, a.g.m., s.354,356

¹⁷¹ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan ASIU, a.g.e., s.93.

(event period) önce ya da sonra olabilmektedir fakat bu dönem olay penceresini içermemektedir. Olay penceresi dönemi, birleşme ve satın alma ile ilgili herhangi bir bilginin yansımadağı dönemi kapsamaktadır. İkinci yöntemde piyasa ve ortalama getiriler ile risk ilişkilendirilmektedir. Üçüncü yöntemde ise t zamanında firmanın tahmini getirisinin aynı zamanda piyasa endeksinin getirisine eşit olduğu varsayılmaktadır.¹⁷²

¹⁷² J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, s.218

Tablo 5.1.

Tahmini Getiri Hesaplama Yöntemleri

Ortalama Düzeltmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Modeli	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi
$\hat{R}_{i,t} = R_i = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{i,t}}{200}$	$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$ <p>α_i = Piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getiri ölçen katsayı,</p> $\alpha_i = E(R_{i,t}) - \beta \times E(R_{m,t})$ <p>β_i = i firmasının piyasaya olan duyarlılığını belirten katsayı</p> $\beta_i = \frac{Cov(R_{i,t}, R_{m,t})}{Var(R_{m,t})}$ <p>$\varepsilon_{i,t}$ = İstatistiksel hata terimi</p> $\sum \varepsilon_{i,t} = 0$ <p>$R_{m,t}$ = t günü için piyasa endeksinin getirisi</p> <p>α_i ve β_i, $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ olarak tanımlanacaktır.</p> <p>T zamanı için i firmasının beklenen getirisi şöyledir:</p> $\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$	$\hat{R}_{i,t} = R_{m,t}$ <p>Bu yöntemin varsayımları aşağıdaki gibidir:</p> $\hat{\alpha}_i = 0$ $\hat{\beta}_i = 1$

Kaynak: J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Prentice Hall International Edition, 1990, s218-219

Fridolfsson ve Stennek'in (2000) olay çalışmalarının sonuçlarına göre, hisse senedi piyasası, birleşmenin gerçekleşeceğini anladığı takdirde, firmaların hisse senedi piyasasındaki değer değişimleri, gerçek değerindeki değişimleri etkilemektedir. Buna karşın, piyasalar tarafından beklenmeyen bir birleşme ve satın alma gerçekleşmişse firmanın hisse senedinde fiyat değişimlerinin karlılığındaki değişimleri etkilediği görülmüştür.¹⁷³

Literatürde birbiri ile ilişkili firmalar arasındaki birleşme ve satın almaların, birbiri ile ilişkisi olmayan firmaların birleşme ve satın alma faaliyetlerinden daha fazla getiri sağladığı görülmektedir. Birbiri ile ilişkili firmalardan kasıt, hedef ve alıcı firmaların teknolojik olarak ya da ürün piyasaları açısından aralarında ilişkilerinin olmasıdır. Bu tür bir satın almada değer yaratma, ölçek ekonomileri, faaliyet ekonomileri ve pazar gücü olmak üzere üç kaynaktan ortaya çıkmaktadır. Ölçek ekonomileri özellikle, araştırma ve geliştirme, üretim, satış ve dağıtım gibi fonksiyonlar içerisinde meydana gelmektedir. Faaliyet ekonomileri ise, birbiri ile ilintili ya da daha fazla ürünün üretimi için, eldeki kaynakların ortak kullanımının mümkün olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Faaliyet ekonomilerinde önemli nokta, üretim alanı dışında da meydana gelebilmesidir. Dağıtım sistemleri, know-how ya da marka adı gibi unsurlar faaliyet ekonomilerinin kaynaklarındandır. Birbiri ile ilişkili firmaların yaptıkları birleşme ve satın almalarda pazar gücü, aşırı getiri elde etmeye olanak sağlamaktadır.¹⁷⁴

Hedef firma çeşitli kaynaklardan kazanç elde edebilmektedir. Bu kaynakların en önemlileri; piyasada rekabet gücüne yaptıkları önemli katkılar ve hedef firmanın birleşme sonucunda elde ettiği sinerji kazançları sayılmaktadır.¹⁷⁵ Sinerjiye ek olarak,

¹⁷³ Sven-Olof FRIDOLFSSON, Johan STNEK, **Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices**, The Research Institute of Industrial Economics, IUI Working paper Series, No.0511, March 1999, s.25-26.

¹⁷⁴ Harvir SINGH, Cynthia A.MONTGOMERY, "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", **International Mergers and Acquisitions A Reader**, Peter J.BUCKLER, Pervez N.GHAURI (Ed.), Thomson, 2002, s.261-262

¹⁷⁵ Linda ALLEN, Julapa JAGTIANI, Stavros PRESITIANI , Anthony SAUNDERS, "The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.36, No.2, April 2004, s.203.

birleşmeden sağlanan kazançlar, ölçek ekonomilerini, etkinlik artışını, vergi kalkanından yararlanma sonucunda elde edilen faydaları ve buna benzer birçok unsuru kapsamaktadır. Aksi durumda iki ya da daha fazla firmanın bir araya gelmesinin herhangi bir avantaj yaratacağı düşünülmemektedir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri sonucunda oluşturulan daha etkin olacağı varsayılan yönetimin, tüm amaçları gerçekleştirmesi beklenmektedir.¹⁷⁶

Birleşme ve satın almaların pay sahiplerine etkileri açısından iki farklı teori vardır. Neoklasik teoride, birleşme ve satın almalar yöneticiler tarafından pay sahiplerinin servetlerini artırmak amacı ile girişilen değer artırıcı faaliyetler olarak görülmektedir. Değer artışının; maliyet tasarrufu, monopol güç oluşturma veya etkin olmayan yönetimin elimine edilmesi gibi birçok kaynak olduğu varsayılmaktadır. İkinci görüş ise yönetsel teoridir. Yönetsel teoriyi savunanlar ise firmaların ve yöneticilerin kendilerine prestij sağlamak amacı için bu türlü faaliyetlere giriştiklerini varsaymaktadır. ABD’de yapılan bir kısım çalışmada [Halpren (1973), Mandalker (1974), Asquith (1983), Bradley, Desai ve Kim (1988)] satın almaların pay sahipleri için değer yarattığı sonucuna varırken, Malatesta (1983), Roll, Jensen ve Ruback (1983) gibi bilim adamlarının çalışmaları ise ikinci yaklaşımı destekler sonuçlar elde etmişlerdir.¹⁷⁷

Birleşme ve satın almaların performans değerlemesi amacı ile yapılan çalışmalar birleşme ve satın alma duyurusunun yapıldığı tarihin öncesi ve sonrasındaki değişimleri incelemektedir. Performans değerlendirilmesi yapılırken üç temel durum söz konusudur. Yatırım ya değerini korumaktadır ya da değerini yitirmektedir. Yatırımın değerini koruması, yatırımın getirisinin beklenen getiriye eş değer olmasıdır. Bu nedenle yatırımın net bugünkü değeri sifıra eşittir. Değer yitirilmesi durumunda, yatırımdan elde edilen getirinin, olması beklenen getirinin altında kalması

¹⁷⁶ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, a.g.e., s.784.

¹⁷⁷ Mengxin ZHAO, Kenneth LEHN, “Acquisition Decision, Corporate Governance, and CEO Turnover: Do Bad Bidders Get Fired?”, January 2003, https://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P336_Corporation_Finance.pdf, s.1.

kastedilmektedir. Değer yaratılması ise, yatırımın getirisinin, beklenen getiriye aşması halinde elde edilmiş olacaktır. Böyle bir durumda yatırımın net bugünkü değeri pozitif olacaktır.

Mandalker (1974) 1941-1962 döneminde 241 adet birleşme ve satın alma işlemini aşırı getiri analizi yöntemiyle incelemiştir. Mandalker'in kurduğu modelde her j firması için t zamanındaki aşırı getiri ($\epsilon_{j,t}$) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\epsilon_{j,t} = R_{j,t} - \gamma_{0,t} - \gamma_{1,t} \times \beta_{j,t}$$

$R_{j,t}$: j hissesinin t ayındaki getirisi

$\gamma_{0,t}$ ve $\gamma_{1,t}$: t zamanı için risk ve getiri arasındaki ex-post katsayı

$\beta_{j,t}$: t ayı için i hisse senedinin betası

Mandalker çalışmasında bu faaliyetlerden elde edilen kazancın büyük kısmının, hedef firma pay sahiplerine ait olduğunu belirtmektedir.¹⁷⁸

Dodd ve Ruback (1977), NYSE'de 1958-1976 dönemine ait birleşme ve satın alma tekliflerini incelemişlerdir. Araştırmada kullandıkları yöntem piyasa modelidir ve birleşme ve satın alma duyurularının yapıldığı ay içersinde gerek alıcı gerekse hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri elde ettikleri gözlemlenmiştir. Araştırmada hedef firma pay sahiplerinin, alıcı firma pay sahiplerine göre daha yüksek getiriler elde ettikleri gözlemlenmiştir.¹⁷⁹

Matatesta (1983) çalışmasında, aşırı getiri analizini kullanarak alıcı firmaların uzun dönemde negatif aşırı getirilerle karşılaştıklarını tespit etmiştir. Matatesta'nın çalışmasından çıkan diğer önemli bir sonuç ise alıcı firmaların birleşme ve satın alma sonrasında karşılaştıkları negatif aşırı getirilerin büyüklüğünün firma büyüklüğü ile ters

¹⁷⁸ Gershon MANDALKER, "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Management*, Vol.1, December 1974, s.310,

¹⁷⁹ Peter DODD, Richard RUBACK, "Tender Offers and Stockholder Returns An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, Iss. 3, December 1977, s.372

ilişkisinin olmasıdır. Başka bir ifadeyle bu ters ilişki açıklanacak olursa, göreceli küçük alıcı firmalar, daha önemli kayıplarla karşılaşabilmektedirler.¹⁸⁰

Agrawal ve diğerlerinin (1992) birleşme ve satın alma sonrasında alıcı firmaların uzun dönemli performanslarının değerlendirildiği çalışmaları, 1955-1987 döneminde NYSE'deki alıcı firmalar ve NYSE/AMEX'deki hedef firmalardan oluşan grubu kapsamaktadır. Büyüklük etkisi ve iş riski arındırıldıktan sonra, bu birleşme ve satın alma faaliyetinin tamamlanmasından itibaren beş yıl içerisinde istatistiksel olarak anlamlı ve %10 civarında değer kaybı ile karşılaştıklarını göstermektedir. Değer kaybının bu derece yüksek olmasını piyasaların birleşme sonrasındaki durumu düzeltmede ağır kalmasına bağlamaktadırlar. Çalışmada ayrıca telif vermelerin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan aşırı getirilere sahip oldukları sonucuna ulaşılmaktadır.¹⁸¹

Çalışmalarında, uzun dönemli aşırı getirilerin ölçülmesi amacı ile iki yöntem geliştirmişlerdir. İlk yöntemde t ayında i hisse senedinin aşırı getirisi, $\varepsilon_{i,t}$ şu şekilde hesaplanmaktadır.¹⁸²

$$\varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - R_{s,t} - (\beta_i - \beta_s)(R_{m,t} - R_{f,t})$$

$R_{i,t}$: i hissesinin t ayındaki getirisi

$R_{s,t}$: i firması ile aynı büyüklükte olan tüm firmaların eşit ağırlıklı getirisi

β_i ve β_s : i firması ile kontrol portföyündeki firmaların betaları

$R_{m,t}$: t ayı için NYSE'nin değer ağırlıklı endeks getirisi

$R_{f,t}$: t ayı için bir aylık hazine bonosunun getirisi

¹⁸⁰ Paul H. MALATESTA, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, Iss. 1-4, April 1983, s.156

¹⁸¹ Anup AGRAWAL, Jeffrey F. JAFFE, Gershon N. MANDELKER, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly", *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4, September 1992, s. 1606-1607

¹⁸² Anup AGRAWAL, Jeffrey F. JAFFE, Gershon N. MANDELKER, a.g.m., s.1608

İkinci yöntem ise RATS (Returns Across Time and Securities) yaklaşımı ile firma büyüklüğünün düzeltilmesinin bir kombinasyonu regresyon modeli uygulanmaktadır. Uzun dönemli aşırı getiri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$R_{i,t} - R_{s,t} = \alpha_t \beta_t (R_{m,t} - R_{f,t}) + R_{i,t}$$

Literatürde bazı araştırmacılar birleşme satın almaların performanslarını nakit akımlarındaki değişimlerle açıklamaya çalışmışlardır. Healy ve diğerleri (1992), alıcı ve hedef firmaların birleşme ve satın alma sonrasındaki nakit akışı performanslarını incelemektedirler. Araştırmaları 1979-1984 yılları arasında birleşme ve satın alma faaliyetlerini tamamlamış elli adet büyük firmayı kapsamaktadır. Temel olarak, muhasebe verilerini kullanarak yaptıkları analizlere, bu verilerin ekonomik performansın açıklanmasında yeterli olmadığı gerekçesi ile diğer piyasa değerlendirme ölçütleri ile destek sağlamışlardır. Araştırmada, birleşen firmaların, sektörlerindeki diğer firmalara kıyasla, birleşme sonrasında faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışındaki artış arasında da pozitif yönde ilişki olduğu bulunmuştur.¹⁸³ Fee ve Thomas (2004), 1980-1997 döneminde gerçekleşmiş yatay birleşmeleri ve satın almaları incelemiştir. İnceledikleri firmaların birleşme ve satın alma sonrasındaki nakit akışlarında bir artış meydana geldiğini belirtmektedirler.¹⁸⁴ Bu iki araştırmaya göre birleşmelerin ve satın almaların birleşen firmalar için değer yaratıcı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Birleşme ve satın almaların performansları teklif verme ve birleşme ayrımı üzerinde durularak da incelenmiştir. Loughran ve Vijh (1997) analizleri teklif verme ve birleşme ayrımını incelemektedir. Birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında, alıcı firmaların hisse senetlerinin getirilerinin gerek işlemin türüne gerekse ödeme yöntemine göre farklılıklar gösterdiği gözlemlenmiştir. Faaliyetlerin tamamlanmasının izlendiği beş yıllık süre boyunca, birleşme yöntemini tercih eden alıcı firmalar, karşılaştırılan diğer firmalara (NYSE; AMEX ve NASDAQ'da işlem gören birleşme ve satın alma

¹⁸³ Paul M. HEALY, Krishna G. PALEPU, Richard S. RUBACK, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, Vol.31, Iss.2, April 1992, s.135-136, 165.

¹⁸⁴ C. Edward FEE, Shawn THOMAS, "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", *Journal of Financial Economics*, 74, 2004, s.455.

faaliyetlerinde bulunmamış firmalar)oranla ortalama %15,9 daha az kazanç elde etmektedirler. Ancak teklif verme (tender offer) esnasında alıcı firmalar karşılaştırma yapılan diğer firmalara nazaran %43 daha fazla kazanç elde etmektedirler. Ayrıca yapılan araştırmada ödeme şekillerinin birleşme ve satın alma performansları üzerine etkileri incelenmiştir. Hisse senedi ile ödeme yöntemini tercih eden alıcıların, karşılaştırılan gruba kıyasla %24,2 daha az, nakit ile finansmanı tercih eden alıcıların ise yine karşılaştırılırken gruba kıyasla %18,5 daha fazla kazanç elde ettikleri görülmektedir. Her iki karşılaştırmayı bir araya getirilerek yapılan analizde ise birleşme ve satın almayı hisse senedi ile ödemeyi tercih eden yatırımcıları istatistiksel olarak anlamlı -%25 aşırı getiriye sahip olurlarken, nakit ödemeyi ve teklif vermeyi tercih eden yatırımcıların istatistiksel olarak anlamlı %61,7 kazanç sağladıkları görülmüştür. Diğer yöntemlere bakıldığında nakit ödeme ile birleşmeyi tercih eden alıcıların getirileri karşılaştırılan firmalardan çok büyük farklılık göstermezken, hisse senedi ile ödenen teklif vermelerden anlamlı sonuçlar alınmamaktadır.¹⁸⁵

Teklif verme faaliyetlerine piyasaların tepkisinin ve meydana gelebilecek değer artış veya azalışlarının ölçüldüğü diğer bir çalışma, 1962-2001 dönemini içermektedir. Bu çalışmada değerlendirmeye alınan firmaların %71'inin yatırımcılar için pozitif aşırı getiri sağladığı belirtilmektedir. Kullanılan iki farklı değerlendirme sonucunda da, hedef ve alıcı firmaların bir araya gelmesinden sonra değer artışları yaşandığı ve bu artışın, yöntemlerden birinde ortalama %13,1 olurken diğerinde ortalama %14,7 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir.¹⁸⁶

Kohers'in (2004) çalışmasında, birleşme ve satın almalarda hedef firmanın halka açık olup olmasının alıcı firma hisse senedi performansı üzerine etkilerini incelemiştir. Kohers, birleşme ve satın alma faaliyetlerinde alıcı firmanın halka açık olup olmamasına göre değişiklik gösterdiği sonucuna varmıştır. Birleşme ve satın alma

¹⁸⁵ Tim LOUGHRAN, Anand M. VIJH, "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", *The Journal of Finance*, Vol.52, No.5, December 1997, s.1767.

¹⁸⁶ Sanjai BHAGAT, Ming DONG, David HISHLEIFER, Robert NOAH, "Do Tender Offers Create Value? Methods and Evidence", *Journal of Financial Economics*, 76, 2005, s.5.

faaliyetlerinde, alıcı firmanın hedefi halka açık bir firma ise elde edeceği getiri halka açık olmayan hedef firmanın getirisinden daha düşük olmaktadır. Halka açık-kapalı ayrımı doğrudan değer yaratımı ile ilgili değildir. Performanslarındaki fark, halka açık olmayan hedef firmaların ellerine belli bir miktar nakit geçecekse, karşılaştırılan firmalara kıyasla daha az prime razı olduklarının ortaya konmasıdır.¹⁸⁷

Shahrur'un (2005) çalışmasında hedef firmaların birleşme ve satın alma duyurusu esnasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif aşırı getiriler elde ettikleri tekrarlanmaktadır. (-1,0) olay penceresi içerisinde bu aşırı getiri %15,98 hesaplanmaktadır. Aynı dönem için, alıcı firmaların kümülatif aşırı getirileri -%0,61 olarak hesaplanmıştır. Araştırmada ayrıca birleşme ve satın almadan sonra oluşan yeni firmanın da aşırı getiri elde edip etmediği incelenmiştir. Yeni firma (-1,0) döneminde %2,25 ve (-10,+10) döneminde ise %3,52 kümülatif aşırı getiri elde etmektedir.¹⁸⁸

Finansal varlık fiyatlama modelinin (capital asset pricing model) kullanıldığı çalışmalarda, hedef firmaların pay senedi sahiplerinin önemli aşırı kazançlar elde ettikleri ortaya konmaktadır. 1962-1985 dönemindeki 663 başarılı teklif verme örneği için yapılan analizlerde özellikle 1980 öncesi hisse senedi piyasası verilerine dayanarak, hedef firmaların getirilerinin %16-30 aralığında gerçekleştiği sonuca ulaşılmaktadır. Ek olarak, hedef firma pay sahiplerinin, satın alma haberinin duyurulması ile beraber, satın alma gerçekleşmemiş olsa bile önemli pozitif aşırı getiri elde ettikleri görülmüştür.¹⁸⁹

Literatürde sinerjinin hisse senedi performansları üzerine etkilerini inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Capron ve Pistre'nin yapmış oldukları araştırmada, Amerika ve Avrupa'da faaliyet gösteren 101 firmanın değer yaratma sürecindeki sinerji ile prim etkileşimi incelenmiştir. Seçilen firmaların yatay birleşmeye konu oldukları ifade edilmiştir. Araştırmada, hedef firma ile satın alan firma arasında iyi bir kaynak dengesi

¹⁸⁷ Ninon KOHERS, "Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications", *Applied Financial Economics*, Vol. 14, Iss.16, November 2004, s.1152

¹⁸⁸ Husayn SHAHRUR, "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers", *Journal of Financial Economics*, 76, 2005, s.74-75.

¹⁸⁹ Paul A. PAUTLER, "The Effects of Mergers and Post-Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature", *Bureau of Economics Federal Trade Commission*, January 2003, s.134

olması ve birleşmenin değer yaratmış olması halinde dahil, piyasa sinerji kazancını, alıcı firma pay sahipleri yerine, hedef firma pay sahiplerine dağıtmaktadır. Sinerjinin varlığını birleşen firmalardaki rekabet gücünden ve nakit akımlarındaki değişimlerden tespit etmektedirler. Araştırmaya göre firmaların aşırı getiri elde edebilmeleri ancak piyasada eksik rekabet olmasından kaynaklanmaktadır. Tablo 5.2.'de alıcı firma açısından değer yaratma tahminler daha net görülebilmektedir.¹⁹⁰

Tablo 5.2.

Alıcı Firma Açısından Değer Yaratımı Tahminleri

Değer Yaratımı Kaynakları	NBD'ye Etkisi	Aşırı Getiriye Etkisi
Hedef firmanın kaynakları	Sinerji= Primin NBD'si =0	Yok
Alıcı firmanın kaynakları	Sinerji> Primin NBD'si >0	Pozitif etki
Hedef ve alıcı firmanın kaynakları	Sinerji< Primin NBD'si <0	Pozitif etki

Kaynak: Laurence CAPRON, Nathalie PISTRE, **When Do Acquirers Earn Abnorma Returns?**, Strategic Management Journal, Vol:23, 2002, s.783

¹⁹⁰ Laurence CAPRON, Nathalie PISTRE, **When Do Acquirers Earn Abnorma Returns?**, Strategic Management Journal, Vol:23, 2002, s.783s. 781-783

6.Araştırma

6.1. Giriş

Araştırma, Ocak 2002 – Aralık 2009 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan firmaları kapsamaktadır. Çalışmanın amacı, incelemeye alınan firmaların hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalara karşı verdikleri tepkinin belirlenmesidir. Buna bağlı olarak, birleşme ve satın almaların hedef firma hissedarlarının servetleri üzerine etkileri analiz edilmiştir. Birleşme ve satın almalar sonucunda, yatırımcıların aşırı getiri ile karşılaşp karşılaşmadıkları hesaplanmıştır.

6.2. Araştırmanın Kapsam ve Verileri

Çalışmaya esas alınan fiyatlar, günlük kapanış fiyatlarıdır. İncelenen dönem içerisinde firmaların sermaye artırımları ve temettü ödemeleri gibi unsurlar fiyatlara yansıtılmıştır. Veriler Reuters veri sağlayıcısından alınmıştır.

Getirilerin hesaplanmasında olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması kendi içinde üç alt bölüme ayrılmaktadır. Bu üç alt bölüm sırasıyla ortalama düzeltilmiş getiri modeli, piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeli ve piyasa modelidir. Yapılan çalışmada piyasa modeli kullanılmıştır. Piyasa Modeli araştırmada aşırı getirilerin hesaplanmasında faydalanılan yöntemdir. Piyasa modeli; piyasa hareketlerini esas almaktadır. Ve hisse senedi işlem gören her firmanın sistematik riskinin de değerlendirilmeye katılması nedeniyle büyük bir üstünlük taşımaktadır¹⁹¹. Bu yöntem, olay dönemi içindeki firmaların beklenen getirileri ile gerçekleşen getirilerini hesaplayarak aşırı getirilerin ölçmektedir.

¹⁹¹ Stephen J. BROWN, Jerold B. WARNER, "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, September 1980, s. 213.

6.3. Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi ve Analizi

Çalışma kapsamında öncelikle birleşme ve satın almaya konu olan firmaların hisse senedi fiyatları düzenlenmiş, piyasa modeli kullanılarak aşırı getiriler hesaplanmıştır.

Ocak 2002 – Aralık 2009 döneminde İMKB’de birleşme ve satın almalara konu olan hisse senetlerinin (-40, +40) ve (-10, +10) olay penceresi içerisindeki fiyat performansları incelenmiştir. Bu yöntem ile birleşme ve satın almada firmanın pay sahiplerinin aşırı getiri ile karşılaşp karşılaşmadıkları araştırılmıştır. Belirlenen dönemde firmalardan bazılarının hisse senetlerinin işlem görmeme durumunda firmaların son kapanış fiyatları, işlem görmeyen günler için de aynı alınmıştır. Hisse senetlerinin fiyatlarını olay penceresi içerisinde incelerken diğer dikkat edilecek husus da sermaye artırımlarından ve/veya temettü ödemesi gerçekleştiren firmalar için gerekli fiyat düzeltmelerinin yapılmış olmasıdır.

Analiz aşamasında birleşme ve satın almaların duyuru tarihlerinin tespiti analizin doğruluğu için çok önemlidir. Firmaların birleşme ve satın almaların duyuru tarihleri, İMKB şirket haberleri, İMKB günlük bülten, SPK haftalık bülten, Kamuoyu Aydınlatma Platformu, firmaların yatırımcı ilişkileri bölümlerinden ve ekonomi gazetelerin elektronik arşivlerinden derlenerek elde edilmiştir.

Bir sonraki sayfada araştırmada incelenen hedef firmaların listesi yer almaktadır.

Tablo 6.1.

Hedef Firma Listesi

Hisse Kodu	Firma
AKIPD	AKSU İPLİK
GRUND	GRUNDİG ELEKTRONİK
YTFYO	YATIRIM FİN. YAT.ORT.
MIGRS	MİGROS
CYTAS	CEYTAŞ MADENCİLİK
KAVPA	KAV DAN.PAZ.TİC.
CMLOJ	CAMIŞ LOJİSTİK
EFES	EFES HOLDİNG
TOPFN	TOPRAK FİN. KİR.
GIMA	GİMA
TNSAS	TANSAŞ
AGIDA	ANADOLU GIDA
AKBNK	AKBANK
YKBNK	YAPI KREDİ BANKASI
DENİZ	DENİZBANK
GARAN	GARANTİ BANKASI

6.4. Teklif Sahipleri ve Hedef Firmalar Açısından Getiriler

6.4.1. Getirilerin Hesaplanması

Getirilerin hesaplanmasında öncelikle zaman aralığı belirlenmektedir. Yapılan araştırmalara göre zaman aralığı tahmin penceresi ve olay penceresi olmak üzere iki gruba ayrılmıştır.

Tahmin penceresi aralığı günlük verilerin kullanıldığı araştırmalarda 100 ile 300 gün iken, aylık verilerin kullanıldığı araştırmalarda 24 ile 60 ay arasındadır. Olay

penceresi ise 21 ile 121 gün arası iken aylık çalışmalarda 25 ile 121 ay arasında olmaktadır.¹⁹²

Olay penceresinin belirlenmesinde seçilen zaman aralığı çok önemli olmaktadır. Çünkü zaman aralığının istatistik testlerin gücü üzerinde etkisi vardır. İstatistik testlerde iki önemli hata tipi vardır: Tip 1 Hatası: Alfa olarak da adlandırılmaktadır. Aslında doğru olan boş (null) hipotezin reddedilmesidir. Tip 2 Hatası: Beta olarak da adlandırılmaktadır. Aslında yanlış olan null hipotezin kabul edilmesidir. Uzun dönemli analizler uygulamada istatistiksel testlerin anlamlılığı konusunda doğru olmayan sonuçlara neden olabilmektedir. Kısa dönemli uygulamaların anlamlılıkta daha güvenilir olduğu belirtilmektedir.¹⁹³

Olay aralığının orta noktası duyurunun yapıldığı tarih olmaktadır. Olay aralığının orta noktası t=0 alınmaktadır. Olay aralığının amacı gerçekleşen olayların hisse senedi fiyatı üzerindeki etkilerinin görülmesinin sağlanmasıdır. Uzun tutulan olay pencerelerinde olayların hisse senedi fiyatı üzerindeki tüm etkilerini yakaladığı görülmüştür. Fakat uzun dönemlerde tahminlerde spekülasyon etkileri görülmektedir. Yapılan araştırmalara göre olay aralığının duyuru tarihinden itibaren 40 gün öncesinin ve 40 gün sonrasının alınması daha uygun olmaktadır.

Olay çalışmalarında ikinci aşama t zamanındaki hisse senetlerinin ve endeksin günlük getirilerinin hesaplanmasıdır. Hisse senedi günlük getirilerin hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

$$R_{i,t} = \left[\frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}} \right] \times 100 \quad (1)$$

¹⁹² Pamela P. PETERSON, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 28, Iss 3, Summer 1989, s. 38.

¹⁹³ Abigail MCWILLIAMS, Donald SIEGEL, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, Vol. 40, Iss. 3, Jun 1997, s.636

$R_{i,t}$: *i* firmasının *t* zamandaki günlük getirisi

$P_{i,t}$: *i* firmasının *t* zamandaki piyasa fiyatı

$P_{i,t-1}$: *i* firmasının *t-1* zamandaki piyasa fiyatı

Piyasa endeks verileri de aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$R_{m,t} = \left[\frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}} \right] \times 100 \quad (2)$$

$R_{m,t}$: endeksin *t* zamandaki günlük getirisi

$P_{m,t}$: endeksin *t* zamandaki değeri

$P_{m,t-1}$: endeksin *t-1* zamandaki değeri

Endeksin günlük getirilerini hesaplamak için İMKB 100 endeksi baz alınmıştır.

Üçüncü aşamada belirlenen tahmin dönemi olan 200 gün için OLS (Ordinary Least Squares Method – En Küçük Ortanca Kareler Yöntemi) uygulanarak piyasa modeli parametrelerinin tahmini gerçekleştirilmektedir.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$R_{i,t}$: *i* firmasının *t* zamandaki günlük getirisi

$R_{m,t}$: endeksin *t* zamandaki günlük getirisi

$\varepsilon_{i,t}$: Hata terimi

α_i ve β_i : Katsayılar

Alfa ve beta katsayılarını hesapladıktan sonra olay penceresi içerisinde beklenen getiriler hesaplanmaktadır.

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (4)$$

$\hat{R}_{i,t}$: *i* hissesinin *t* zamanındaki beklenen getirisi

$\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$: Tahmini katsayılar

$R_{m,t}$: endeksin *t* zamandaki getirisi

Normal (tahmin) getirinin hesaplanmasından sonra her gün için gerçekleşen getiri ile tahmini getirinin farkı alınarak aşırı getiri (Abnormal Return –AR; Aşırı Getiri – AG) hesaplanmaktadır.¹⁹⁴ Aşırı getiri regresyon analizi sonucu tahmin edilemeyen getiriyi ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle aşırı getiri piyasa modeli kullanılarak tahmin edilemeyen kısımdır. Bu nedenden dolayı aşırı getiriye birleşme ve satın alma olayının neden olduğu varsayılmaktadır. Aşırı getirinin formülü:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t} \quad (5)$$

Veya

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$$

Olay penceresi içerisinde her gün için hesaplanan aşırı getirilerin ortalamaları alınmaktadır.

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N} \quad (6)$$

AR_t = Ortalama aşırı getiri

N = Firma sayısı

¹⁹⁴ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.94-95

$AR_{i,t}$ = *i* firmasının *t* zamanındaki getirisi

Ortalamanın alınmasındaki amaç hisse getirileri söylentilere (noisy) dayanmaktadır.¹⁹⁵ Fakat hisse senetleri getirilerinin ortalamaları alındığı zaman söylenti (noise) etkisi azalmaktadır. Örnekte ne kadar çok firma varsa olay etkisi daha iyi görülebilmektedir.¹⁹⁶ Bulunan aşırı getiriler toplanmakta ve (-40, +40) dönemini içeren olay penceresi için kümülatif ortalama aşırı getiriler (Cumulative Average Abnormal Return (CAR); Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri (KAG)) hesaplanmaktadır:

$$CAR_t = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t \quad (7)$$

Kümülatif ortalama aşırı getiri (KAG) hesaplandıktan sonra sonuca t testi uygulanarak ortalama aşırı getirilerin ve kümülatif aşırı getirilerin olay penceresi süresince sıfırdan anlamlı derecede farklı olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir.

6.4.2. Hipotezler

Araştırmanın bu safhasında önceki bölümde gerçekleştiren analizlerin doğruluğu incelenmiştir.

Hipotezler; test edilen H_0 null hipotezi ve H_0 null hipotezinin red edilmesi halinde kabul edilen H_a alternatif hipotezidir.

Hipotezlerin formülasyonu aşağıdaki gibi olmaktadır:

- (1) $H_0: Q=Q_0$, $H_a: Q \neq Q_0$ (“eşit değildir” alternatif hipotezi)
- (2) $H_0: Q \leq Q_0$, $H_a: Q > Q_0$ (“büyüktür” alternatif hipotezi)
- (3) $H_0: Q \geq Q_0$, $H_a: Q < Q_0$ (“küçüktür” alternatif hipotezi)

¹⁹⁵ . Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.95

¹⁹⁶ Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.95

Birinci formül çift yönlü hipotez testidir. Öte yandan ikinci ve üçüncü formüller ise tek taraflıdır.

Araştırmanın hipotezleri, birleşme ve satın almalar sonucunda gerek alıcı firmaların gerek hedef firmaların aşırı getiri elde edip etmedikleridir. Hipotezler alıcı firma ve hedef firma için ayrı oluşturulmuştur. Hipotez testleri:

1. Hedef firmalar için:

Ho hipotezi; $T_1 - T_2$ döneminde birleşme ve satın almalarda hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sifıra eşittir.

Ha hipotezi; $T_1 - T_2$ döneminde birleşme ve satın almalarda hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sifirdan farklıdır.

$$H_0: AR_{hT_1 - T_2} = 0$$

$$H_a: AR_{hT_1 - T_2} \neq 0$$

2. Alıcı Firmalar için

Ho hipotezi; $T_1 - T_2$ döneminde birleşme ve satın almalarda satın alan firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sifıra eşittir.

Ha hipotezi; $T_1 - T_2$ döneminde birleşme ve satın almalarda satın alan firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sifirdan farklıdır.

$$H_0: KAG_{aT_1 - T_2} = 0$$

$$H_a: KAG_{aT_1 - T_2} \neq 0$$

6.4.3. Araştırmada Kullanılan Test Yöntemi

Araştırmada çift yönlü test kullanılmaktadır. Hisse senedi günlük aşırı getirilerinin normal dağılım gösterdiği varsayılmaktadır. Araştırmada yer alan firma sayısı 30'un altındadır. Bu nedenle anlamlılık testi olarak t testi seçilmiştir.

Tek örnek eklem için t testi formülü aşağıdaki gibidir:

$$t_{n-1} = \frac{\bar{X} - \mu}{s/\sqrt{n}} \quad (8)$$

t_{n-1} = $n-1$ bağımsızlık derecesiyle t testi

\bar{X} = Örnek ortalaması

μ = Hipotezdeki ana kütle ortalaması

S = Örnek standart sapması

Yukarıdaki temel t testi formülünün araştırma konusu olan aşırı getirilere uyarlanmış hali ise:

$$t = \frac{AR_t}{\hat{S}(AR)} \quad (9)$$

AR_t = Ortalama Aşırı Getiri

$\hat{S}(AR)$ = Tahmini standart sapma

$$t = \frac{CAR}{\sqrt{T} \times \hat{S}(AR)} \quad (10)$$

CAR = Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri

T = Olay penceresindeki gün sayısı

8 numaralı t testi formülü araştırmada yer alan alıcı ve hedef firmalar için günlük ortalama aşırı getirilerin anlamlılığının belirlenmesinde; 10 numaralı t testi formülü ise çeşitli olay pencereleri dahilinde toplam ortalama aşırı getirilerin anlamlılığının belirlenmesinde kullanılmaktadır.

Anlamlılık düzeyleri; %1 anlamlılık düzeyinde t değeri 2,58, %5 anlamlılık düzeyinde 1,96 ve %10 anlamlılık düzeyinde 1,65'dir. Eğer t testi sonucu seçilen

anlamlılık düzeyindeki kritik değerden yüksek ise H_0 hipotezi red edilecektir. H_0 'ın red edilmesi kümülatif ortalama aşırı getirilerin olduğu anlamına gelmektedir.

6.5. Bulgular

6.5.1. Aşırı Getiriler

Başlangıçta çalışmada on altı adet hedef firma yer almıştır. Fakat yedi adet firmanın altı tanesinin piyasa modeli yöntemine göre hesaplanan regresyon modelleri istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar üretmemişlerdir. Bir firma ise duyuru tarihinden on gün sonra birleşme ve satın anlaşmasının iptali nedeniyle mahkemeye başvurularından ötürü araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır.

Tablo 6.1. hedef firmalar açısından (-40,+40) süresince günlük ortalama aşırı getirileri göstermektedir. Hedef firma pay sahipleri için olay günündeki (0. Gün) ortalama aşırı getiri 3,8% gerçekleşmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Duyuru tarihinden bir gün öncesinde hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı ortalama %3,87 aşırı getiriye sahip oldukları görülmektedir. Duyuru tarihinden bir gün sonrasına bakıldığında hedef firma pay sahipleri istatistiksel olarak anlamlı ortalama %2,5 getiri sağlamışlardır.

Tablo 6.1'de (-40,+40) zaman aralığındaki 0. gün, -1. gün, 1. gün ve 2. gün haricindeki aşırı ortalama getirileri incelendiğinde hedef firma pay sahiplerinin ortalama aşırı getiri elde etmedikleri görülmüştür. Bu zaman aralığı içerisinde gerçekleşen getiriler, piyasa modeli tarafından hesaplanan getirilere görece daha az gerçekleşmiştir.

Hedef firmaların ortalama aşırı getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirleyen %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde T testi sonuçları -26., -38., -33., -24., -7. Günler hariç anlamlı olmaktadır.

Tablo 6.2.

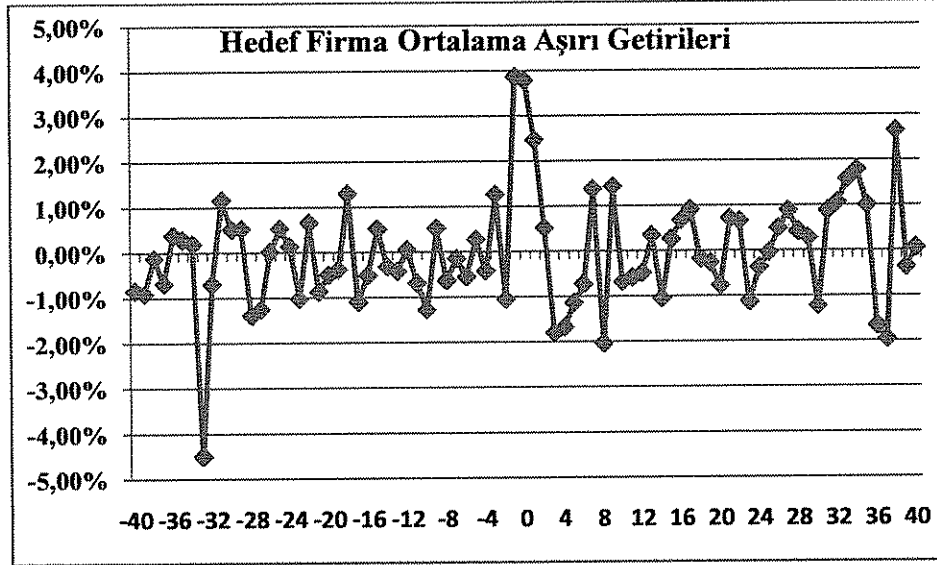
Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiri (-/+40 Gün)

Gün	Ag(%)	T-Test	Gün	Ag(%)	T-Test	Gün	Ag(%)	T-Test	Gün	Ag(%)	T-Test
-40	-0.83%	-2.35	-19	-0.38%	-14.90	2	0.5%	4.58	23	-1.1%	-16.24
-39	-0.90%	-10.10	-18	1.30%	13.96	3	-1.8%	-97.20	24	-0.4%	-10.27
-38	-0.11%	-1.84	-17	-1.10%	-15.11	4	-1.7%	-14.42	25	0.0%	-0.78
-37	-0.68%	-8.51	-16	-0.50%	-9.67	5	-1.1%	-12.59	26	0.5%	14.85
-36	0.39%	17.93	-15	0.52%	4.73	6	-0.7%	-18.91	27	0.9%	8.90
-35	0.29%	3.71	-14	-0.32%	-23.10	7	1.4%	16.53	28	0.4%	36.08
-34	0.20%	7.01	-13	-0.41%	-18.22	8	-2.0%	-12.35	29	0.3%	5.76
-33	-4.49%	-1.86	-12	0.06%	13.91	9	1.4%	15.51	30	-1.2%	-20.95
-32	-0.70%	-5.54	-11	-0.67%	-53.43	10	-0.7%	-14.13	31	0.9%	22.25
-31	1.17%	10.97	-10	-1.27%	-16.94	11	-0.6%	-8.26	32	1.1%	108.87
-30	0.51%	34.15	-9	0.53%	46.27	12	-0.5%	-5.60	33	1.6%	3.20
-29	0.52%	2.79	-8	-0.63%	-6.98	13	0.4%	11.69	34	1.8%	7.41
-28	-1.39%	-8.15	-7	-0.14%	-0.86	14	-1.0%	-6.79	35	1.0%	109.56
-27	-1.26%	-22.60	-6	-0.55%	-9.15	15	0.3%	11.95	36	-1.6%	-69.72
-26	0.02%	0.34	-5	0.27%	4.08	16	0.7%	12.76	37	-2.0%	-3.88
-25	0.54%	14.29	-4	-0.41%	-4.83	17	0.9%	16.88	38	2.7%	5.87
-24	0.15%	1.06	-3	1.27%	11.89	18	-0.2%	-12.01	39	-0.4%	-2.94
-23	-1.02%	-10.94	-2	-1.06%	-5.85	19	-0.3%	-2.20	40	0.1%	0.68
-22	0.66%	23.64	-1	3.87%	6.30	20	-0.8%	-22.85			
-21	-0.87%	-18.82	0	3.8%	4.25	21	0.7%	15.07			
-20	-0.50%	-8.76	1	2.5%	3.68	22	0.7%	4.25			

Grafik 6.1.'de hedef firmalar için duyuru öncesi ve sonrası kırk günde meydana gelen ortalama aşırı getiriler gösterilmektedir. Ortalama aşırı getiriler incelenen süre içerisinde büyük bir bölümünde %1 ve -%1 arasında dağılmaktadır. Sadece duyuru günü öncesi, sonrası ve duyuru gününde ortalama aşırı getiriler %4 civarındadır.

Hedef firmaların ortalama aşırı getirileri literatürdeki sonuçlarla karşılaştırıldığında Shahrur'un (2005) çalışmasında hedef firmaların birleşme ve satın alma duyurusu esnasında (-1,0) olay penceresi içerisinde bu aşırı getiri %15,98 hesaplanmaktadır.¹⁹⁷

¹⁹⁷ SHAHRUR; a.g.e., s. 74-75



Şekil 6.1.

Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiri

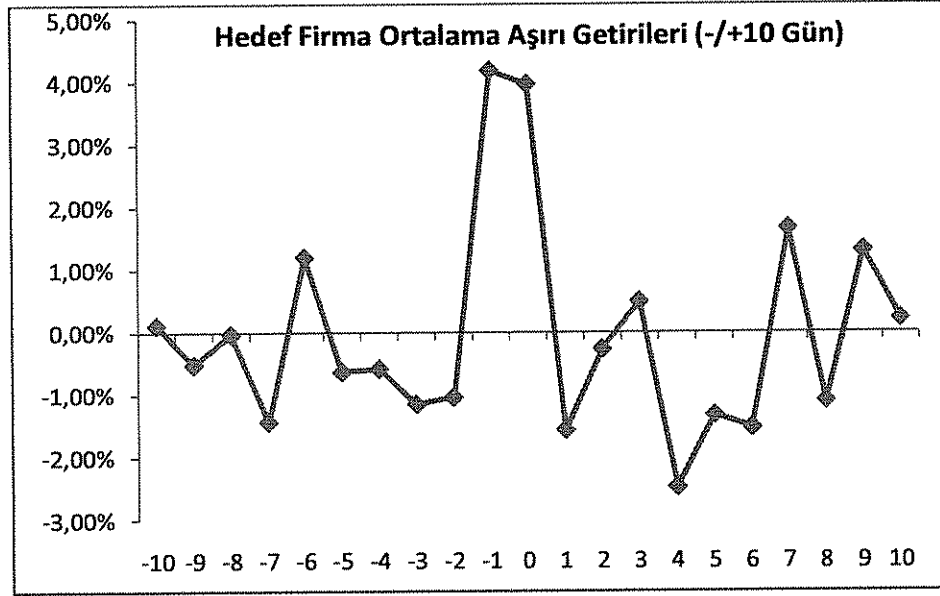
Firmaları ayrı ayrı değerlendirecek olursak sonuçlar aşağıdaki gibi olmaktadır. -10/+10 gün olay penceresi içerisinde hedef firmalar içine olay çalışmaları analizi yapıldığında sonuçlar bir sonraki sayfada tabloda yer almaktadır:

Tablo 6.3.

Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiri (-/+10 Gün)

Gün	AG	T Testi
-10	0.12%	0.42
-9	-0.51%	-1.22
-8	-0.03%	-0.04
-7	-1.43%	-1.99
-6	1.21%	2.15
-5	-0.63%	-0.99
-4	-0.58%	-0.94
-3	-1.14%	-2.78
-2	-1.03%	-1.07
-1	4.19%	2.18
0	3.97%	2.21
1	-1.56%	-1.31
2	-0.26%	-0.38
3	0.50%	1.31
4	-2.47%	-3.22
5	-1.32%	-3.54
6	-1.52%	-3.01
7	1.66%	1.82
8	-1.10%	-1.22
9	1.32%	1.32
10	0.22%	0.68

Hedef firma pay sahipleri için olay günündeki (0. Gün) ortalama aşırı getiri %3,97 gerçekleşmiştir ve %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamsız ve %5 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.. Duyuru tarihinden bir gün öncesinde hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı ortalama 2,18% aşırı getiriye sahip oldukları görülmektedir. Duyuru tarihinden bir gün sonrasına bakıldığında hedef firma pay sahipleri istatistiksel olarak anlamlı ortalama -1,56% negatif aşırı getiriler gözlemlenmiştir ve istatistiksel olarak anlamsızdır.



Şekil 6.2.

Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiri

6.5.2. Hedef Firmaların Aşırı Getirileri

6.5.2.1. Akbank

Akbank, 1948 yılının Ocak ayında, Adana'da, yerel bir banka olarak kurulmuş olup hisseleri 1990 yılından itibaren İMKB'de işlem görmektedir. Akbank stratejik ortaklık arayışları sonucunda 17 Ekim 2006 tarihinde Citigroup ile anlaşacağını duyurmuştur. Citigroup'un Akbank'ın %20'sine stratejik ortak olma işlemi, 9 Ocak 2007'de tamamlanmıştır.

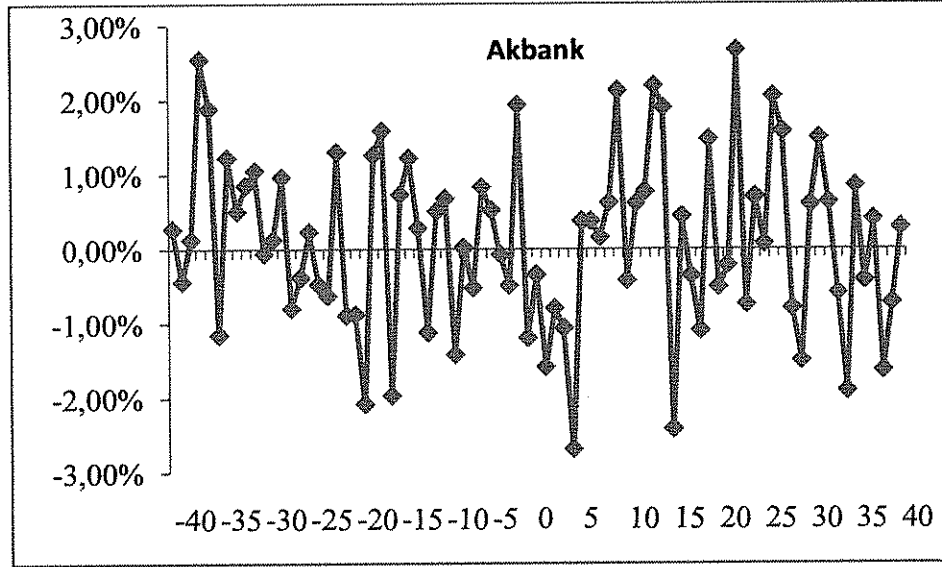
Tablo 6.4.

Akbank için Ortalama Aşırı Getiri

AKBANK (AKBNK)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	0.3%	0.49	-19	-2.1%	-3.65	2	-0.8%	-1.39	23	-0.7%	-1.30
-39	-0.4%	-0.76	-18	1.3%	2.23	3	-1.1%	-1.87	24	0.7%	1.24
-38	0.1%	0.23	-17	1.6%	2.82	4	-2.7%	-4.73	25	0.1%	0.13
-37	2.5%	4.49	-16	-2.0%	-3.46	5	0.4%	0.67	26	2.0%	3.61
-36	1.9%	3.34	-15	0.7%	1.31	6	0.4%	0.68	27	1.6%	2.78
-35	-1.1%	-2.02	-14	1.2%	2.16	7	0.2%	0.29	28	-0.8%	-1.39
-34	1.2%	2.17	-13	0.3%	0.51	8	0.6%	1.11	29	-1.5%	-2.64
-33	0.5%	0.90	-12	-1.1%	-1.97	9	2.1%	3.75	30	0.6%	1.06
-32	0.9%	1.51	-11	0.5%	0.90	10	-0.4%	-0.74	31	1.5%	2.64
-31	1.1%	1.86	-10	0.7%	1.20	11	0.6%	1.09	32	0.6%	1.12
-30	-0.1%	-0.10	-9	-1.4%	-2.50	12	0.8%	1.37	33	-0.6%	-1.03
-29	0.1%	0.23	-8	0.0%	0.05	13	2.2%	3.87	34	-1.9%	-3.35
-28	1.0%	1.71	-7	-0.5%	-0.91	14	1.9%	3.35	35	0.8%	1.50
-27	-0.8%	-1.41	-6	0.8%	1.48	15	-2.4%	-4.26	36	-0.4%	-0.73
-26	-0.4%	-0.67	-5	0.5%	0.93	16	0.4%	0.78	37	0.4%	0.71
-25	0.2%	0.41	-4	-0.1%	-0.13	17	-0.4%	-0.63	38	-1.6%	-2.87
-24	-0.5%	-0.83	-3	-0.5%	-0.86	18	-1.1%	-1.93	39	-0.7%	-1.26
-23	-0.6%	-1.10	-2	1.9%	3.42	19	1.5%	2.60	40	0.3%	0.52
-22	1.3%	2.30	-1	-1.2%	-2.10	20	-0.5%	-0.89			
-21	-0.9%	-1.56	0	-0.3%	-0.59	21	-0.2%	-0.38			
-20	-0.9%	-1.55	1	-1.6%	-2.79	22	2.7%	4.70			

-/+40 gün olay penceresi içerisinde Akbank'ın hisselerinin getirilerinde önemli bir aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Duyuru tarihinde Akbank hisselerinde %-0,3'lük aşırı getiri olmuştur fakat istatistiksel olarak anlamsızdır. Duyuru tarihinden bir öncesi ve sonrasında sırasıyla %-1,2 ve %2,7'lik aşırı getiriler olup %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 6.3.
Akbank için Aşırı Getiri

6.5.2.2. Aksu İplik

Aksu İplik, Akkök şirketler grubuna bağlı yünlü kumaş dokuma alanında faaliyet göstermektedir. 07 Ocak Tarihinde İMKB'ye Aksu İplik, Akkök Grubu'nun triko ipliği üretimi alanında faaliyet gösteren iştiraki Ak-Al Tekstil ile birleşme kararı aldılar. Söz konusu birleşme, Ak-Al Tekstil'in Aksu İplik'i devralması suretiyle gerçekleşmiştir. İplik için 4-/+40 gün zaman aralığında yapılmış analizlerde sonuçlar aşağıdaki gibidir:

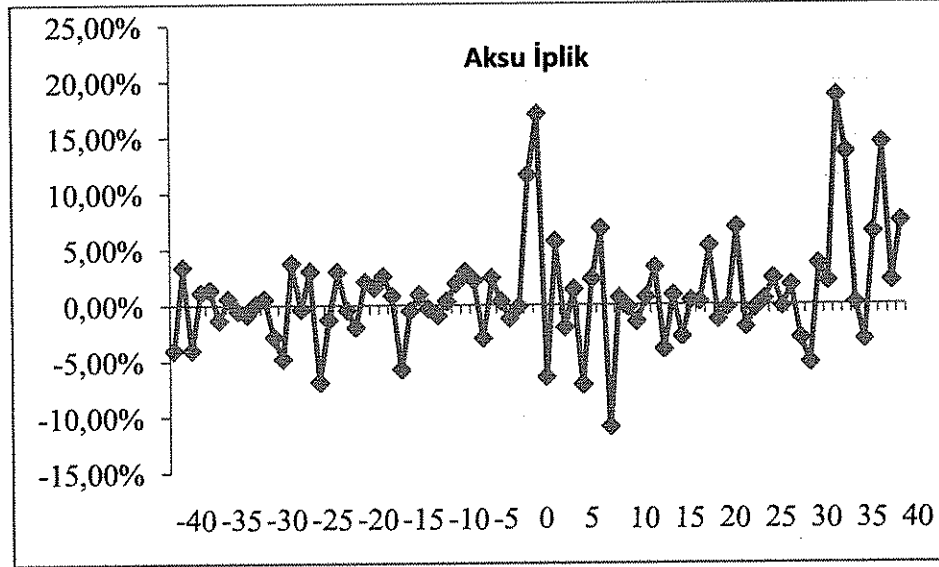
Tablo 6.4.

Aksu İplik için Ortalama Aşırı Getiri

AKIPD (AKSU İPLİK)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	-4.0%	-7.29	-19	2.1%	3.83	2	5.7%	10.37	23	-2.0%	-3.60
-39	3.4%	6.18	-18	1.6%	2.86	3	-2.0%	-3.71	24	-0.4%	-0.65
-38	-4.0%	-7.30	-17	2.6%	4.77	4	1.4%	2.54	25	0.5%	0.86
-37	1.1%	2.04	-16	0.8%	1.46	5	-7.1%	-12.96	26	2.3%	4.25
-36	1.4%	2.55	-15	-5.8%	-10.46	6	2.3%	4.20	27	-0.2%	-0.29
-35	-1.3%	-2.43	-14	-0.5%	-0.99	7	6.8%	12.38	28	1.7%	3.16
-34	0.6%	1.03	-13	1.0%	1.73	8	-10.9%	-19.81	29	-3.0%	-5.45
-33	-0.5%	-0.90	-12	-0.3%	-0.54	9	0.6%	1.14	30	-5.2%	-9.43
-32	-0.8%	-1.53	-11	-0.9%	-1.68	10	-0.2%	-0.34	31	3.6%	6.62
-31	0.1%	0.15	-10	0.3%	0.62	11	-1.5%	-2.75	32	2.1%	3.77
-30	0.6%	1.06	-9	1.9%	3.48	12	0.7%	1.19	33	18.7%	33.96
-29	-2.8%	-5.11	-8	3.0%	5.48	13	3.4%	6.14	34	13.7%	24.80
-28	-4.8%	-8.76	-7	2.2%	3.91	14	-4.0%	-7.21	35	0.1%	0.22
-27	3.7%	6.78	-6	-3.0%	-5.47	15	0.9%	1.65	36	-3.1%	-5.62
-26	-0.4%	-0.65	-5	2.4%	4.40	16	-2.8%	-5.14	37	6.5%	11.76
-25	3.0%	5.49	-4	0.4%	0.65	17	0.4%	0.74	38	14.5%	26.28
-24	-6.9%	-12.53	-3	-1.2%	-2.21	18	0.3%	0.51	39	2.1%	3.87
-23	-1.3%	-2.35	-2	-0.2%	-0.28	19	5.3%	9.58	40	7.4%	13.52
-22	3.0%	5.44	-1	11.6%	21.08	20	-1.3%	-2.40			
-21	-0.4%	-0.78	0	17.1%	30.99	21	-0.2%	-0.43			
-20	-2.0%	-3.61	1	-6.5%	-11.75	22	6.9%	12.58			

-/+ 40 günlük olay penceresinde -40. Gün ile -1. Gün arasında aşırı getiri olmamıştır. Duyuru tarihinden 1 gün önce ve duyuru tarihinde sırasıyla %11.6 ve %17.1'lik aşırı getiriler yaşanmıştır. 40. Güne kadar 7., 8., 19., 22., 33., 34., 37., 38., ve 40. günlerde aşırı getiriler meydana gelmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 6.4.

Aksu İplik için Ortalama Aşırı Getiri

6.5.2.3. Denizbank

DenizBank, 1938 yılında, gelişmekte olan Türk denizcilik sektörüne finansman sağlamak üzere bir devlet bankası olarak kurulmuştur. 1997 yılının başında, bir bankacılık lisansı olarak Zorlu Holding tarafından Özelleştirme İdaresi'nden satın alınmıştır. 2006 yılı başında bankanın çoğunluk hissesine sahip olan Zorlu Grubu bankayı satacağını açıklamıştır. 31 Mayıs 2006 tarihinde Denizbank'ın Belçika merkezli finans kurumu Dexia bankasına hisselerinin %75'ni satacağı duyurulmuştur. 31 Mayıs 2006 tarihinin $t=0$ olarak alındığı $-/+40$ günlük olay penceresi içerisinde Denizbank'ın aşırı getirileri tablo 6.5'de görülmektedir.

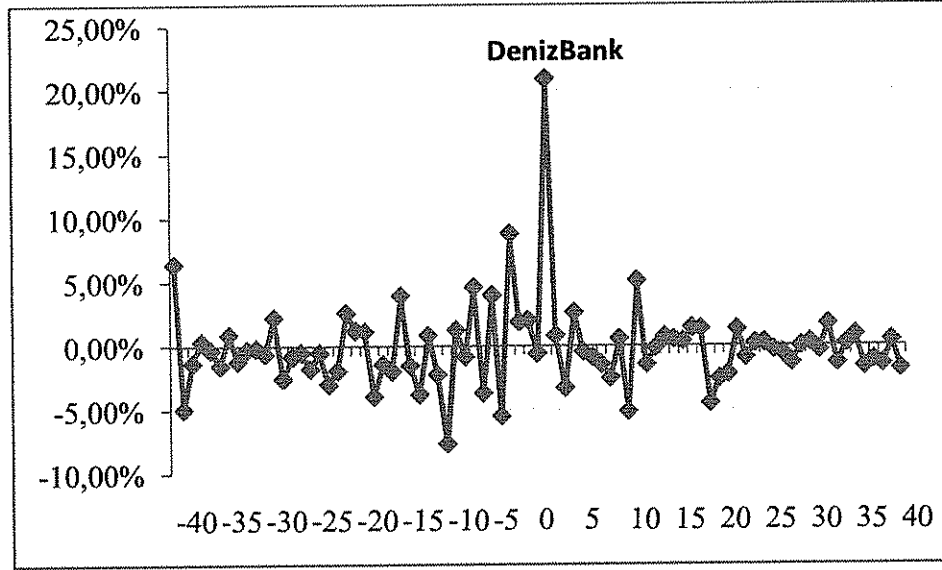
Tablo 6.5.

DenizBank için Ortalama Aşırı Getiri

DENİZBANK (DENİZ)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	6%	11.67	-19	1%	2.15	2	0.8%	1.48	23	-0.9%	-1.65
-39	-5%	-8.96	-18	-4%	-7.09	3	-3.3%	-5.96	24	0.2%	0.36
-38	-1%	-2.33	-17	-1%	-2.52	4	2.6%	4.76	25	0.3%	0.50
-37	0%	0.73	-16	-2%	-3.60	5	-0.5%	-0.83	26	-0.3%	-0.52
-36	0%	-0.48	-15	4%	7.22	6	-0.9%	-1.56	27	-0.5%	-0.99
-35	-2%	-2.75	-14	-1%	-2.70	7	-1.4%	-2.57	28	-1.3%	-2.36
-34	1%	1.68	-13	-4%	-6.82	8	-2.5%	-4.52	29	0.0%	0.01
-33	-1%	-2.12	-12	1%	1.57	9	0.6%	1.05	30	0.3%	0.54
-32	0%	-0.47	-11	-2%	-4.03	10	-5.1%	-9.33	31	-0.3%	-0.59
-31	0%	-0.30	-10	-8%	-13.86	11	5.1%	9.33	32	1.7%	3.14
-30	-1%	-1.02	-9	1%	2.38	12	-1.4%	-2.63	33	-1.4%	-2.47
-29	2%	4.09	-8	-1%	-1.45	13	-0.1%	-0.24	34	0.2%	0.40
-28	-3%	-4.60	-7	5%	8.39	14	0.8%	1.38	35	0.9%	1.64
-27	-1%	-1.49	-6	-4%	-6.70	15	0.6%	1.00	36	-1.7%	-3.00
-26	0%	-0.89	-5	4%	7.26	16	0.4%	0.69	37	-1.1%	-1.97
-25	-2%	-3.25	-4	-5%	-9.96	17	1.4%	2.57	38	-1.4%	-2.61
-24	-1%	-0.94	-3	9%	16.01	18	1.3%	2.45	39	0.4%	0.80
-23	-3%	-5.42	-2	2%	3.43	19	-4.5%	-8.14	40	-1.8%	-3.26
-22	-2%	-3.45	-1	2%	3.71	20	-2.5%	-4.62			
-21	3%	4.78	0	-1%	-1.06	21	-2.2%	-3.96			
-20	1%	2.22	1	21%	38.01	22	1.3%	2.41			

-/+ 40 günlük olay penceresi içerisinde Denizbank -40. Gün dışında duyuru tarihine (t=0) kadar aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Sadece 1. Günde %21'lik yüksek bir aşırı getiri oluşmuştur ve istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 6.5.

Denizbank için Aşırı Getiri

6.5.2.4. Garanti Bankası

1946'da Ankara'da kurulan Garanti Bankası, 1983 yılında Doğu Grubu bünyesine katılmıştır. 1990 yılında İMKB'de halka arz olmuştur. 2001 senesinde Doğu grubunun diğer bir iştiraki olan Osmanlı Bankası ile birleşmiştir. Garanti Bankası 2003-2005 yılları arasında stratejik ortaklık arayışına girmiştir. Garanti Bankası 2005 yılında %25,5 hissesini General Electric firmasına satarak stratejik ortak arayışını sonlandırmıştır. 25 Ağustos 2005 tarihinin $t=0$ olarak alındığı $-/+40$ günlük olay penceresi içerisinde Garanti Bankası'nın aşırı getirileri tablo 6.6'de görülmektedir.

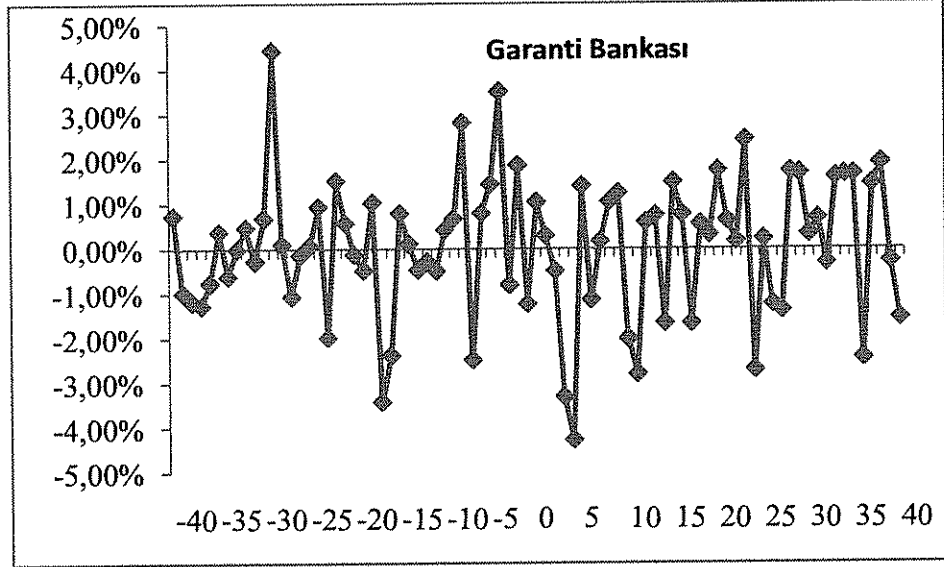
Tablo 6.6.

Garanti Bankası için Ortalama Aşırı Getiri

GARANTİ BANKASI (GARAN)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	0.8%	1.36	-19	-0.5%	-0.85	2	-0.5%	-0.88	23	2.4%	4.41
-39	-1.0%	-1.77	-18	1.0%	1.89	3	-3.3%	-5.98	24	-2.7%	-4.88
-38	-1.2%	-2.14	-17	-3.4%	-6.16	4	-4.3%	-7.72	25	0.2%	0.41
-37	-1.3%	-2.28	-16	-2.4%	-4.27	5	1.4%	2.54	26	-1.2%	-2.24
-36	-0.7%	-1.35	-15	0.8%	1.47	6	-1.1%	-2.06	27	-1.4%	-2.48
-35	0.4%	0.70	-14	0.1%	0.21	7	0.2%	0.33	28	1.7%	3.13
-34	-0.6%	-1.09	-13	-0.5%	-0.85	8	1.1%	1.91	29	1.7%	3.05
-33	0.0%	0.00	-12	-0.3%	-0.50	9	1.3%	2.27	30	0.3%	0.61
-32	0.5%	0.89	-11	-0.5%	-0.88	10	-2.0%	-3.63	31	0.7%	1.24
-31	-0.3%	-0.47	-10	0.4%	0.80	11	-2.8%	-5.04	32	-0.3%	-0.56
-30	0.7%	1.25	-9	0.7%	1.24	12	0.6%	1.08	33	1.6%	2.90
-29	4.4%	8.04	-8	2.8%	5.11	13	0.8%	1.37	34	1.7%	3.01
-28	0.1%	0.20	-7	-2.5%	-4.48	14	-1.7%	-2.98	35	1.7%	3.01
-27	-1.1%	-1.91	-6	0.8%	1.46	15	1.5%	2.70	36	-2.4%	-4.41
-26	-0.1%	-0.24	-5	1.4%	2.62	16	0.8%	1.40	37	1.4%	2.61
-25	0.1%	0.12	-4	3.5%	6.36	17	-1.7%	-3.00	38	1.9%	3.47
-24	0.9%	1.71	-3	-0.8%	-1.45	18	0.6%	1.00	39	-0.3%	-0.50
-23	-2.0%	-3.56	-2	1.9%	3.38	19	0.3%	0.59	40	-1.6%	-2.81
-22	1.5%	2.76	-1	-1.2%	-2.20	20	1.7%	3.16			
-21	0.6%	1.06	0	1.1%	1.90	21	0.6%	1.14			
-20	-0.1%	-0.21	1	0.3%	0.54	22	0.2%	0.32			

-/+ 40 gün olay penceresi içerisinde Garanti Bankası hisselerinde bir aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Duyuru günü Garanti Bankası hisselerinde %1.1'lik aşırı getiri gözlemlenmiştir fakat %1 ve %5'lik anlamlılık düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı değildir.



Şekil 6.6.
Garanti Bankası için Aşırı Getiri

6.5.2.5. Grundig

1945 yılında Almanya'da kurulan Grundig 2004 yılında İngiliz Alba ve Beko tarafından ortak olarak satın alınmıştır. 2008 yılında Beko şirketin tamamını Alba'dan satın aldı ve Beko Elektronik bölümünün adını Grundig Elektronik AŞ olarak değiştirdi. 2009 yılı ortalarında ise Grundig Elektronik AŞ, Arçelik Anonim Şirketi tarafından devralma yolu ile birleşmiştir Arçelik-Grundig birleşmesi 27 Şubat 2009 tarihinde duyurulmuştur.

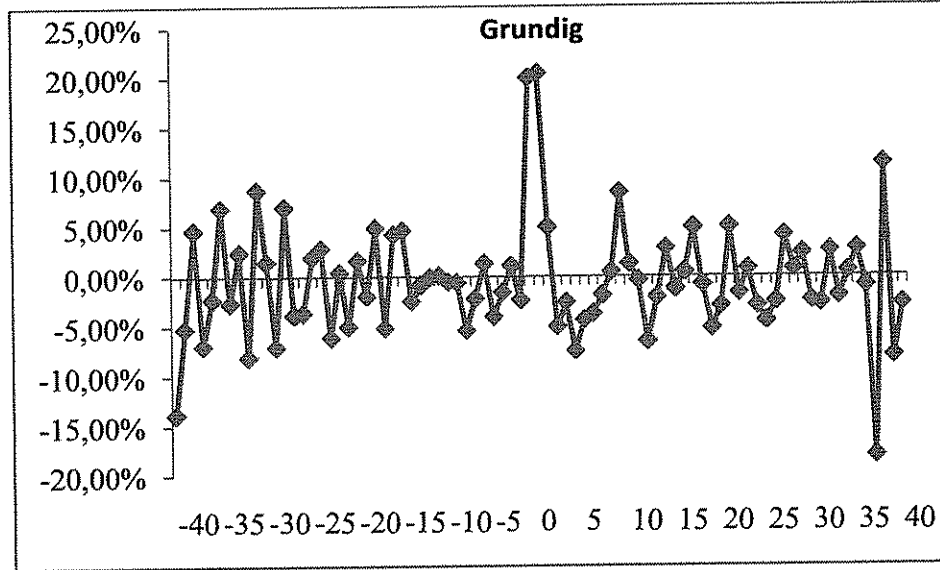
Tablo 6.7.

Grundig için Ortalama Aşırı Getiri

GRUNDIG (GRUND)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	-13.8%	-24.99	-19	-1.9%	-3.46	2	-5.0%	-9.12	23	0.8%	1.43
-39	-5.2%	-9.42	-18	4.9%	8.92	3	-2.6%	-4.71	24	-2.9%	-5.30
-38	4.7%	8.47	-17	-5.2%	-9.37	4	-7.5%	-13.49	25	-4.5%	-8.14
-37	-6.9%	-12.49	-16	4.3%	7.81	5	-4.3%	-7.84	26	-2.6%	-4.62
-36	-2.3%	-4.11	-15	4.7%	8.55	6	-3.7%	-6.77	27	4.2%	7.53
-35	6.9%	12.49	-14	-2.5%	-4.43	7	-1.9%	-3.38	28	0.8%	1.40
-34	-2.6%	-4.74	-13	-0.8%	-1.50	8	0.5%	0.92	29	2.3%	4.23
-33	2.4%	4.42	-12	0.0%	-0.06	9	8.5%	15.33	30	-2.5%	-4.45
-32	-8.1%	-14.60	-11	0.1%	0.20	10	1.3%	2.36	31	-2.7%	-4.97
-31	8.7%	15.81	-10	-0.5%	-0.97	11	-0.4%	-0.70	32	2.6%	4.70
-30	1.5%	2.68	-9	-0.5%	-0.99	12	-6.5%	-11.80	33	-2.0%	-3.62
-29	-7.0%	-12.72	-8	-5.4%	-9.75	13	-2.0%	-3.68	34	0.5%	0.90
-28	7.1%	12.75	-7	-2.2%	-3.98	14	2.9%	5.21	35	2.8%	5.09
-27	-3.8%	-6.92	-6	1.4%	2.51	15	-1.2%	-2.25	36	-0.9%	-1.65
-26	-3.7%	-6.60	-5	-4.0%	-7.29	16	0.5%	0.82	37	-18.1%	-32.67
-25	2.0%	3.62	-4	-1.6%	-2.89	17	4.9%	8.91	38	11.3%	20.47
-24	2.9%	5.20	-3	1.1%	1.97	18	-0.8%	-1.48	39	-8.0%	-14.50
-23	-6.1%	-11.04	-2	-2.4%	-4.27	19	-5.2%	-9.45	40	-2.8%	-4.99
-22	0.5%	0.84	-1	20.0%	36.17	20	-3.0%	-5.38			
-21	-5.0%	-9.03	0	20.5%	37.06	21	5.0%	9.10			
-20	1.7%	3.06	1	5.0%	9.12	22	-1.7%	-3.04			

-/+40 gün olay penceresi içerisinde -1., 0., 1., 9., 17., 21., 27. ve 38. günlerde pozitif aşırı gözlemlenmiştir ve istatistiksel (%1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde) olarak anlamlıdır. Duyuru tarihi (t=0) ve duyuru tarihinden bir gün önce Grundig hisselerinde %20'lik aşırı getiriler gözlemlenmiştir.



Şekil 6.7.

Grundig için Aşırı Getiri

6.5.2.6. Migros

1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi'nin girişimleri ile kurulan Migros, 1975 yılında Koç Holding tarafından satın alınmıştır. 2005 yılı Mart ayında başka bir perakende firması olan Tansaş ile birleşme kararı almıştır. Migros-Tansaş birleşmesi 2006 yılında tamamlanmıştır. 14 Şubat 2008'de Migros'un Moonlight Capital S.A. tarafından satın alınacağı duyurulmuştur.

Migros'un yüzde 50,8'ini Koç Holding'den satın alan girişim sermayesi firması Moonlight'ın şirketteki payı borsadan yaptığı alımlar ve çağrı işleminin ardından yüzde 97,9'a çıkmış, halka açıklık oranı yüzde 2,1'e inmiştir. Koç Holding'in dört ana iş koluna odaklanma stratejisi kapsamında sattığı Migros'un Moonlight'a toplam maliyeti ise 3.7 milyar lira olmuştur.

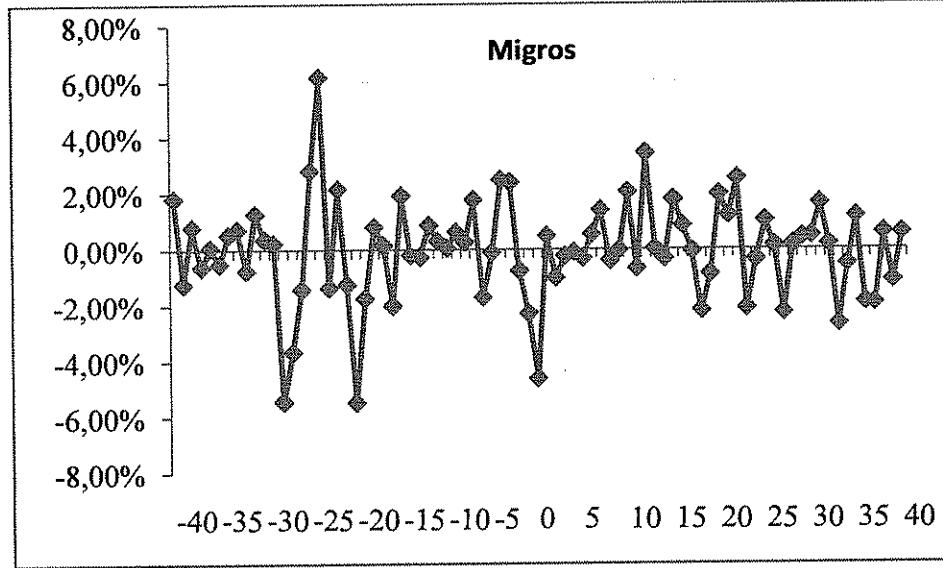
Tablo 6.8.

Migros için Ortalama Aşırı Getiri

MİGROS (MIGRS)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	1.8%	3.31	-19	-1.7%	-3.14	2	-1.0%	-1.79	23	-2.1%	-3.79
-39	-1.2%	-2.19	-18	0.8%	1.47	3	-0.2%	-0.40	24	-0.3%	-0.62
-38	0.8%	1.45	-17	0.2%	0.30	4	-0.1%	-0.16	25	1.0%	1.83
-37	-0.6%	-1.13	-16	-2.0%	-3.59	5	-0.3%	-0.55	26	0.1%	0.24
-36	0.1%	0.14	-15	1.9%	3.45	6	0.5%	0.98	27	-2.3%	-4.08
-35	-0.5%	-0.89	-14	-0.2%	-0.36	7	1.4%	2.51	28	0.2%	0.29
-34	0.5%	0.95	-13	-0.3%	-0.48	8	-0.4%	-0.73	29	0.4%	0.78
-33	0.7%	1.32	-12	0.9%	1.56	9	0.0%	-0.04	30	0.5%	0.86
-32	-0.8%	-1.36	-11	0.3%	0.55	10	2.1%	3.69	31	1.6%	2.96
-31	1.3%	2.32	-10	0.1%	0.10	11	-0.7%	-1.23	32	0.2%	0.33
-30	0.4%	0.68	-9	0.6%	1.14	12	3.4%	6.19	33	-2.7%	-4.81
-29	0.2%	0.39	-8	0.3%	0.48	13	0.0%	0.04	34	-0.5%	-0.96
-28	-5.4%	-9.74	-7	1.8%	3.19	14	-0.3%	-0.60	35	1.2%	2.10
-27	-3.6%	-6.55	-6	-1.7%	-3.05	15	1.8%	3.19	36	-1.9%	-3.42
-26	-1.4%	-2.53	-5	-0.1%	-0.20	16	0.9%	1.54	37	-1.9%	-3.47
-25	2.8%	5.08	-4	2.5%	4.47	17	-0.1%	-0.11	38	0.6%	1.08
-24	6.2%	11.11	-3	2.4%	4.32	18	-2.2%	-3.94	39	-1.1%	-2.03
-23	-1.4%	-2.43	-2	-0.8%	-1.35	19	-0.9%	-1.58	40	0.6%	1.03
-22	2.2%	3.90	-1	-2.3%	-4.09	20	2.0%	3.54			
-21	-1.2%	-2.23	0	-4.6%	-8.30	21	1.2%	2.18			
-20	-5.5%	-9.81	1	0.5%	0.88	22	2.5%	4.54			

-/+40 gün olay penceresi içerisinde Migros firmasının hisselerinin getirilerinde bir aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Duyuru tarihi günündeki aşırı getiri istatistiksel olarak anlamlı olmaktadır fakat 1. İle 10 gün arasındaki aşırı getiriler istatistiksel olarak anlamsızdır.



Şekil 6.8.
Migros için Aşırı Getiri

6.5.2.7. Tansaş

1973 yılında, halka ucuz et ve kömür sağlamak hedefiyle İzmir'de İzmir Büyükşehir Belediyesi tarafından kurulan Tansaş 1996 yılında, ait hisselerinin %32.98'i halka açılmıştır. 1999 yılında hisselerinin büyük bölümü Doğu Grubu'na geçmiştir. 29 Mart 2005 tarihinde Tansaş, Migros ile birleşme kararı almıştır. Birleşme duyurusunun yapılmasından sonra 10 Kasım 2005 'te Migros Ticaret A.Ş. bünyesine katılmıştır.

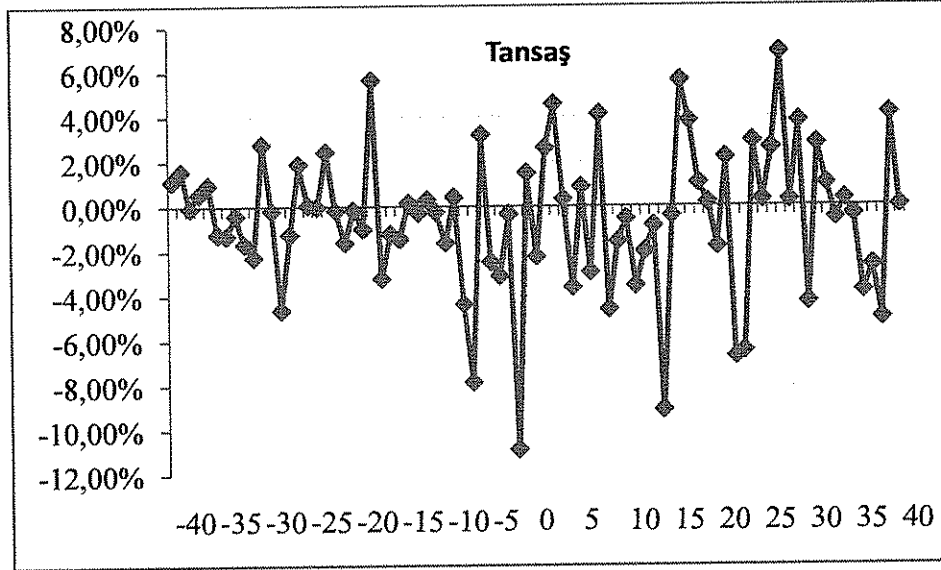
Tablo 6.9.

Tansaş için Ortalama Aşırı Getiri

TANSAŞ (TNSAS)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	1.1%	2.0	-19	-1.0%	-1.8	2	4.6%	8.2	23	-6.5%	-11.5
-39	1.6%	2.9	-18	5.7%	10.1	3	0.3%	0.6	24	2.9%	5.2
-38	-0.1%	-0.1	-17	-3.2%	-5.8	4	-3.6%	-6.5	25	0.3%	0.5
-37	0.6%	1.0	-16	-1.2%	-2.2	5	0.9%	1.5	26	2.6%	4.7
-36	1.0%	1.8	-15	-1.4%	-2.6	6	-2.9%	-5.3	27	6.9%	12.3
-35	-1.2%	-2.2	-14	0.2%	0.3	7	4.1%	7.4	28	0.3%	0.5
-34	-1.3%	-2.3	-13	-0.3%	-0.5	8	-4.6%	-8.2	29	3.8%	6.8
-33	-0.4%	-0.7	-12	0.3%	0.6	9	-1.6%	-2.8	30	-4.3%	-7.7
-32	-1.7%	-3.0	-11	-0.2%	-0.4	10	-0.5%	-1.0	31	2.8%	5.0
-31	-2.3%	-4.1	-10	-1.6%	-2.9	11	-3.5%	-6.3	32	1.0%	1.8
-30	2.8%	5.0	-9	0.4%	0.8	12	-2.0%	-3.6	33	-0.5%	-0.9
-29	-0.2%	-0.3	-8	-4.4%	-7.8	13	-0.8%	-1.5	34	0.3%	0.6
-28	-4.6%	-8.3	-7	-7.9%	-14.0	14	-9.1%	-16.3	35	-0.4%	-0.6
-27	-1.3%	-2.2	-6	3.2%	5.8	15	-0.4%	-0.7	36	-3.8%	-6.8
-26	1.9%	3.4	-5	-2.5%	-4.4	16	5.6%	10.1	37	-2.6%	-4.7
-25	0.1%	0.1	-4	-3.1%	-5.6	17	3.8%	6.8	38	-5.0%	-8.9
-24	0.0%	0.0	-3	-0.3%	-0.6	18	1.1%	1.9	39	4.1%	7.4
-23	2.5%	4.4	-2	-10.9%	-19.4	19	0.2%	0.3	40	0.0%	0.0
-22	-0.2%	-0.3	-1	1.5%	2.7	20	-1.8%	-3.2			
-21	-1.6%	-2.8	0	-2.2%	-4.0	21	2.2%	3.9			
-20	-0.2%	-0.3	1	2.6%	4.7	22	-6.7%	-12.0			

-/+40 olay penceresinde duyuru tarihinden sonraki ilk üç günde aşırı getiri gözlemlenmiştir. Ayrıca duyuru tarihinden sonraki dönemde, duyuru tarihinden önceki döneme göre daha fazla aşırı getiri gözlemlenmiştir. 2., 7., 16., 17., 27., 29., 31., ve 39., günlerde aşırı getiriler gözlemlenmiştir ve istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 6.9.

Tansaş için Aşırı Getiri

6.5.2.8. Yapı Kredi Bankası

Türkiye'nin ilk özel bankası olan Yapı Kredi 1944 yılında Kazım Taşkent tarafından kurulmuştur.

Çukurova Holding AŞ., çeşitli Çukurova Grubu şirketleri ve Mehmet Emin Karamehmet ile Koç Finansal Hizmetler A.Ş. ve Koçbank Netherland N.V. tarafları arasında Yapı Kredi'nin %57,4 oranındaki hisselerinin satışı 8 Mayıs 2005 tarihinde duyurulmuştur. Satış sözleşmesi çerçevesinde, Çukurova Grubu'na bağlı şirketlerinin Yapı Kredi sermayesindeki payları, 28 Eylül 2005 itibariyle Koçbank AŞ.'ye devredilmiştir. Buna göre Koç Finansal Kiralama, Yapı Kredi Finansal Kiralama tarafından devralınarak birleşme işlemi gerçekleştirilmiştir. Koç Yatırım Menkul Değerler'i Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler, Yapı Kredi Faktoring'i Koç Faktoring Hizmetleri, Yapı Kredi Portföy Yönetimi'ni de Koç Portföy Yönetimi devralmıştır.

Koçbank'ın tüm hak, alacak, borç ve yükümlülükleriyle birlikte YKB'ye devredilerek iki bankanın birleştirilmesine BDDK'nın 28 Eylül 2006 tarihli kararıyla izin verilmiştir.

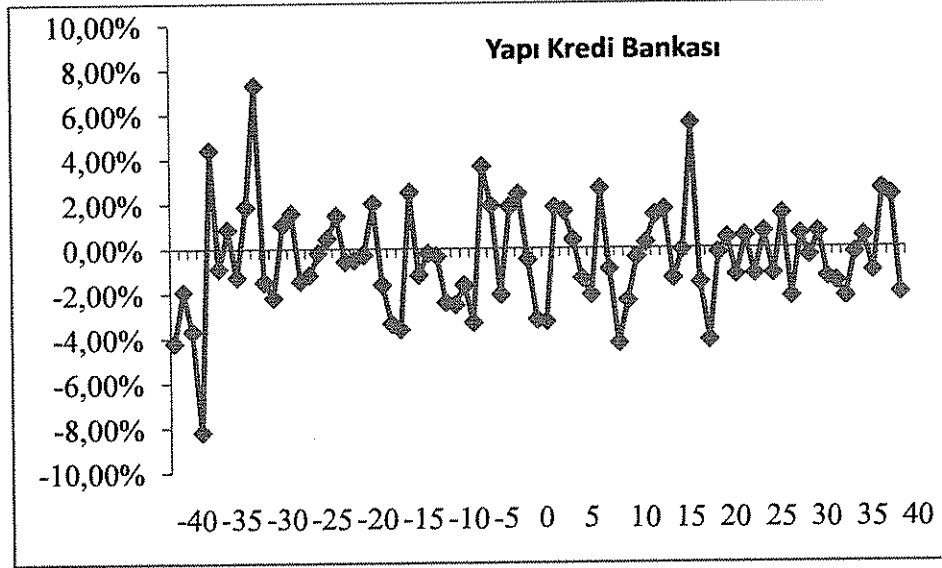
Tablo 6.10.

Yapı Kredi Bankası için Ortalama Aşırı Getiri

YAPI KREDİ BANKASI (YKBNK)

Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test	Gün	AG	T-Test
-40	-4.2%	-7.43	-19	-0.3%	-0.46	2	1.8%	3.28	23	0.5%	0.96
-39	-1.9%	-3.35	-18	2.0%	3.57	3	1.7%	2.99	24	-1.2%	-2.06
-38	-3.6%	-6.48	-17	-1.6%	-2.86	4	0.4%	0.68	25	0.7%	1.30
-37	-8.2%	-14.48	-16	-3.4%	-5.98	5	-1.3%	-2.39	26	-1.1%	-2.02
-36	4.4%	7.83	-15	-3.6%	-6.40	6	-2.1%	-3.71	27	1.5%	2.72
-35	-0.9%	-1.56	-14	2.5%	4.50	7	2.7%	4.75	28	-2.2%	-3.85
-34	0.9%	1.57	-13	-1.2%	-2.08	8	-0.9%	-1.65	29	0.6%	1.09
-33	-1.3%	-2.22	-12	-0.2%	-0.36	9	-4.2%	-7.52	30	-0.4%	-0.62
-32	1.9%	3.36	-11	-0.3%	-0.59	10	-2.3%	-4.15	31	0.7%	1.24
-31	7.3%	12.98	-10	-2.4%	-4.28	11	-0.4%	-0.71	32	-1.3%	-2.31
-30	-1.5%	-2.62	-9	-2.5%	-4.44	12	0.2%	0.43	33	-1.5%	-2.70
-29	-2.2%	-3.86	-8	-1.6%	-2.90	13	1.5%	2.66	34	-2.2%	-3.88
-28	1.1%	1.91	-7	-3.3%	-5.86	14	1.7%	3.06	35	-0.2%	-0.38
-27	1.6%	2.86	-6	3.7%	6.50	15	-1.3%	-2.36	36	0.5%	0.94
-26	-1.4%	-2.55	-5	1.9%	3.44	16	-0.1%	-0.15	37	-1.0%	-1.83
-25	-1.2%	-2.10	-4	-2.1%	-3.67	17	5.6%	9.91	38	2.6%	4.64
-24	-0.2%	-0.32	-3	1.9%	3.32	18	-1.5%	-2.72	39	2.3%	4.16
-23	0.5%	0.83	-2	2.4%	4.34	19	-4.1%	-7.27	40	-2.0%	-3.61
-22	1.5%	2.63	-1	-0.5%	-0.87	20	-0.2%	-0.38			
-21	-0.6%	-1.01	0	-3.2%	-5.64	21	0.5%	0.82			
-20	-0.5%	-0.91	1	-3.3%	-5.79	22	-1.2%	-2.14			

-/+40 gün olay penceresi içerisinde Yapı Kredi Bankası'nın hisselerinin getirilerinde aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Aşırı getiriler; -40. İle -36. Gün arasında, -32. Günle -29. Gün arasında, -27. Gün, -18. Günle -14. Gün arasında, -10 günle -3. Gün arasında, 0. Günle 3. Gün arasında 5. Günle 7. Gün arasında, 13. Günle 15. Gün arasında 17. Günle 19. Gün arasında, 27. Günle 28. Gün arasında 32. Günle 34.gün arasında ve 38. Günle 40. Gün arasında istatistiksel olarak anlamlıdır.



Şekil 6.10.

Yapı Kredi Bankası için Aşırı Getiri

Sonuç

Birleşme ve satın almalar finansal sistem ve doğal olarak ekonomi içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Birleşme ve satın almalar ekonomik sistemde her kesimi ilgilendirmektedir. Başarılı birleşme ve satın almalar ekonomik sistemde yer alan tüm aktörlere fayda sağlarken, başarısız birleşme ve satın almalar ise kaynak israfı olarak görülmektedir.

Dünyada özellikle ABD’de birleşme ve satın almalar yüzyılı aşkın bir sürede yoğun olarak yapılmaktadırlar. Literatürde başarılı birleşmelerin ve satın almaları performanslarını etkileyen faktörleri inceleyen birçok araştırma yapılmıştır. Bu çalışmada birleşmelerin ve satın almaların performanslarını etkileyen faktörler beşinci bölümde anlatılmıştır. Birleşme ve satın almaların performanslarını etkileyen faktörler özetle şöyledir:

- Alıcı firmanın finansal durumu
- Ödeme yöntemi
- Devralma primi
- Sinerji yaratabilme
- Teklif yöntemi (dostça ele geçirme ya da düşmanca ele geçirme)
- Teklif veren firma sayısı

Türkiye’de ise kısa dönemli hedef firmaların hisse performanslarını etkileyen faktörler şunlardır:

- Grup içi yatay-dikey birleşmeler diğer birleşmelere göre hedef firma hisse performanslarını daha fazla etkilemektedir. Fakat yabancı girişim sermayesi tarafından satın alınan Migros firmasında aşırı getiri gözlemlenmemiştir.

Türkiye’de yapılan birleşme ve satın almalar son derece yenidir. Ayrıca birleşmeler ve satın almalar hakkında yapılan çalışmalar da sınırlıdır. Türkiye’de birleşme ve satın almalar son sekiz yılda hız kazanmıştır. Ancak Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satın almaların adetleri ve toplam işlem hacimlerini küresel anlamda karşılaştırdığımızda ülkemizin bu alanda gidecek daha çok yolu bulunmaktadır. Ayrıca birleşme ve satın alma süreçlerine ait verilere ulaşılmasında önemli sorunlar yaşanmaktadır. Türkiye’de

hala birleşme ve satın alma bilgilerinin yer aldığı bir veri tabanı oluşturulamamıştır. Bu sorunlar ülkemizde birleşme ve satın almaların incelenmesini zorlaştırmaktadır.

Birleşmelerin ve satın almaların performanslarının ölçümlerinde en sık kullanılan yöntem olay araştırmalarıdır. Bu çalışmada da başarılı olmuş birleşme ve satın almalarda firmaların fiyat performansları duyuru tarihi öncesi ve sonrasında belli bir zaman aralığında incelenmiştir. 2002-2009 arasında hisseleri İMKB’de işlem gören firmalarla yapılan analizde sadece duyuru tarihinden önceki gün, duyuru tarihi ve duyuru tarihinden sonraki ilk iki günde pozitif bir aşırı getiri gözlemlenmiştir. Zaman penceresi içersinde geri kalan günlerde fiyatlarda herhangi bir aşırı getiriye rastlanmamıştır.

Hedef firmaların aşırı getirileri ABD’de ve Avrupa’da yapılan uluslar arası çalışmalarla karşılaştırıldığında birleşme duyurularının Avrupalı hedef firma fiyatları üzerine olan etkililerini inceleyen Goergen ve Renneboog (2004) olay günü %9 oranında aşırı getiri bulmuşlardır. ABD’de yapılan birleşme ve satın almalarda hedef firma hisse performanslarını inceleyen Andrade, Mitchell ve Stafford (2001) NYSE, AMEX ve NASDAQ verilerine dayanarak 1973-1998 dönemindeki birleşme ve satın almalarda firmaların duyuru tarihinde ortalama %1.8 aşırı getiri elde ettiklerini bulmuşlardır.¹⁹⁸

Türkiye’de yapılmış çalışmalara bakıldığında Başak Turan İçke, 1998-2005 dönemini kapsayan (-/+40 gün) olay çalışmasında hedef firmalar için duyuru günü %8.38’lik bir ortalama aşırı getiri bulmuştur. Başak Turan İçke’nin 1998-2005 döneminde alıcı firmalar için yaptığı (-/+40 gün) olay çalışmasında ise duyuru gününde alıcı firmaların sifıra yakın aşırı getiri ettiklerini bulmuştur.

Hedef firmalar için bulguları etkin piyasalar hipotezi ile de açıklanabilmektedir. Etkin piyasalar hipotezinin “güçsüz etkin piyasalar”, “yarı güçlü etkin piyasalar” ve “güçlü etkin piyasalar olmak üzere üç şekli bulunmaktadır. Güçsüz (weak form) etkin piyasalar, hisse fiyatlarının bütün piyasa bilgilerini içerdiğini varsaymaktadır. Bu nedenle geçmiş fiyat ve hacim bilgileriyle gelecekteki fiyat tahminleri yapılamamaktadır. Yarı güçlü (semi strong) etkin piyasalar hipotezi ise hisse

¹⁹⁸ Gregor ANDRADE, Mark MITCHELL, Erik STAFFORD, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspective*, Vol. 15, No.2, Spring2001, s.109-110.

fiyatlarının kamuya duyurulan haberlerden hızlı bir şekilde etkilendiğini varsaymaktadır. Ayrıca yarı güçlü etkin piyasalar hipotezi kamuya duyurulan hisse piyasası ve hisse piyasası dışı haberlerin (örneğin: kar ve kar payı dağıtım duyuruları) hisse fiyatlarını etkilediğini varsaymaktadır. Yarı güçlü etkin piyasalar hipotezine göre piyasalara duyurulan haberler nedeniyle hiçbir yatırımcı piyasaların üstünde yüksek getiri elde edemezler. Güçlü etkin piyasalar hipotezine göre hisse fiyatları kamuya duyurulan ve duyurulmayan tüm haberleri halihazırda içermektedir.

Yarı etkin piyasaların varlığının test edilmesinde kullanılan yöntemlerden bir tanesi de aşırı getiriler yöntemidir. Hedef firmalar için yapılan olay çalışmalarında Aksu İplik, DenizBank ve Grundig Elektronik firmalarında aşırı getiri gözlemlenmiştir. Bu sonuç yarı etkin piyasalar hipoteziyle çelişmektedir Akbank, Garanti Bankası, Migros, Tansaş ve Yapı Kredi Bankası birleşmelerinde aşırı getiri gözlemlenmeyerek bu firmalar yarı etkin piyasalar varsayımlarını desteklemektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AKGÜÇ Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Basım, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 1998.

AKYÜZ Helin Berfin, **Türk Rekabet Hukuku Kapsamında Şirketlerde Birleşme ve Devralmalar**, 1. Baskı, Ankara: Adalet Yayınevi, 2007.

ARSLAN Halil Bader, **Bulmacanın Eksik Parçası: Birleşme ve Satın Almalarda İnsan Kaynakları**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2004.

AYDIN Nurhan, **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**. Ankara TOBB Yayını, 1990.

BISHOP Steven, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, **Corporate Finance**, 5.Edition, Pearson/Prentice Hall, 2004.

BREALEY Richard A., Stewart C. MYERS, Franklin ALLEN, **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill International Edition, Ninth Edition 2008.

CFA Institute Level II Program Curriculum Volume 3 **Corporate Finance**, Pearson Custom Publishing, 2010.

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

DAMODARAN Aswath, **Investment Valuation**, 1. Edition Wiley Finance 2002.

DİNLER Zeynel, **Mikro Ekonomi**, 14. Basım, Bursa Ekin Kitabevi Yayınları, 2002.

GAUGHAN Patrick A., **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructings**, Third Edition, Hoboken, NJ:John Wiley&Sons INC.

HALIBOZEK Edward P, Gerald L. Kovacich **Mergers and Acquisitions Security** Elsevier, Second Edition, 2005.

İÇKE, Başak Turan, **Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü**, Derin Yayınları, İstanbul, 2007.

İVGEN, Hünkar “**Şirket Değerleme**” Finnet Yayınları, Birinci Baskı, Nisan 2003.

JOHNSON Hazel J., **Corporate Fianance Manual Mergers And Acquisitions A Framework fort he Right Executive Decision**, Peason Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999.

LEVY Haim Marshall Sarnat (**Capital Investment, Financial Decisions**)Pearson Educaiton, Fifth Edition, 1994.

MONTANARI John R., Cyril P. Morgan, Jeffrey S. Bracker, **Strategic Management: A Choice Approach**, Chicago The Dreyden Press, 1990.

RAPPAAPORT Alfred, **Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors**, The Free Press, 1998.

REILLY Frank K., Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management** 7. Basım, Cengage: South Western, 2002.

SARIKAMIŞ Cevat, **Şirket Birleşmeleri**, 1. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım yayın, 2003.

ÜLGEN Hayri, S. Kadri Mirze, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, 1. Basım, İstanbul: Literatür Yayınları, 2004.

WESTON J. Fred, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Prentice Hall International Edition, 1990.

WESTON J. Fred, Samuel C. Weaver, **Mergers and Acquisitions**, McGraw Hill Executive MBA Series, McGraw Hill Executive MBA Series, 2001.

WESTON, J. Fred Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, Fourth Edition, Peqrson/Prentice hall, 2004,

TEZLER

AŞKINCI Ege, "Şirket Birleşmelerinde Entelektüel Sermayenin Rolü, Önemi ve Bir Araştırma", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2005),

BABATAŞ Emrah, "İşletme Birleşmelerinin Performans Değerlemesi", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans tezi, Marmara Üniversitesi BSE, 2003), s.5 Aktaran: Melike Serçe, "Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmesi", (Marmara Üniversitesi SBE, 2009),

Buyruk Ayşenur, "Uluslar arası Muhasebe Standartları ve Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2005),

GÜLMEZ Bahadır, "Şirket Birleşme, Devralma ve Devralan Şirketin Hisse Senedi Performansı Açısından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Uygulama". (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, 2006),

GÜLMEZ Hande, "Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2006, 2006),

KARACA Neslihan, "Şirket Birleşmelerinde çalışanların Kaygı ve İş Tatmini Düzeyleri Üzerine Bir Araştırma", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2007),

MORAL Kerem "Firma Birleşmeleri ve Değerleme Yöntemleri", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi BE, 1998),

ÖZCAN Erol, "Şirketlerin Birleşmesinde Değerleme", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 1998),

MAKALELER

AGRAWAL Anup, Jeffrey F. JAFFE, Gershon N. MANDELKER, “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly”, **The Journal of Finance**, Vol.47, No.4, September 1992

ALLEN Linda, Julapa JAGTIANI, Stavros PRESITIANI , Anthony SAUNDERS, “The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.36, No.2, April 2004,

BHAGAT Sanjai, Ming DONG, David HISHLEIFER, Robert NOAH, “Do Tender Offers Create Value? Methods and Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 76, 2005,

BOUWMAN Christa H. S., Kathleen FULLER, AMrita S. NAIN, “Stock Market Valuation and Mergers”, Research Brief, **MIT Sloan Management Review**, Fall, 2003,

BROWN Stephen J., Jerold B. WARNER, “Measuring Security Price Performance”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, September 1980,

CAPRON, Laurence Nathalie PISTRE, When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?, **Strategic Management Journal**, Vol:23, 2002,

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

DUSO Tomaso, Klaus GUGLER, Burçin YURTOĞLU, Is the Event Study Methodology Useful for Merger Analysis? A Comparison of Stock Market and Accounting Data, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung – WZB, **Social Science Research Center Berlin**, SP2 2006-19, September 2006,

DODD Peter, Richard RUBACK, "Tender Offers and Stovkholder Returns An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol.5, Iss. 3, December 1977,

EPSTEIN Marc J., "The Determinants and Evaluation of Merger Success", Indiana University Kelley School of Business, **Business Horizons**, Vol.48, Iss. 1, H Jan/FEB 2005,

FEE C. Edward, Shawn THOMAS, "Sources of GAins in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", **Journal of Financial Economics**, 74, 2004,

FOCARELLI Dario, Fabio PANETTA, Carmelo SALLEO, "Why Do Banks Merge?", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 34, Iss. 4, Now. 2002,

FRIDOLFSSON Sven-Olof, Johan STNNEK, Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices, The Research Institute of Industrial Economics, **IUI Working paper Series, No.0511**, March 1999,

HEALY Paul M., Krishna G. PALEPU, Richard S. RUBACK, "Does Corporate Pwformance Improve After Mergers?", **Journal of Financial Economics**, Vol.31, Iss.2, April 1992,

KOHERS Ninon, "Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications", **Applied Financial Economics**, Vol. 14, Iss.16, November 2004,

LOUGHRAN Tim, Anand M. VIJH, "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", **The Journal of Finance**, Vol.52, No.5, December 1997,

MALATESTA Paul H., "The Wealth effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol.11, Iss. 1-4, April 1983,

MANDALKER Gershon, "Risk and Rturn: The Case of Merging Firms", **Journal of**

Financial Management, Vol.1, December 1974

MCWILLIAMS Abigail, Donald SIEGEL, “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, **Academy of Management Journal**, Vol. 40, Iss. 3, Jun 1997,

PAUTLER Paul A., “The Effects of Mergers and Post –Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature”, **Bureau of Economics Federal Trade Commission**, January 2003,

PETERSON Pamela P., “Event Studies: A Review of Issues and Methodology”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 28, Iss 3, Summer 1989,

SHAHUR Husayn, “Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers”, **Journal of Financial Economics**, 76, 2005,

SINGH Harvir, Cynthia A.MONTGOMERY, “Corporate Acquisition Strategies and Economic performance”, **International Mergers and Acquisitions A Reader**, Peter J.BUCKLER, Pervez N.GHAURI (Ed.), Thomson, 2002,

YEH Tsung-Ming, Yasuo HOSHINO, “Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent mergers”, **Japan and the World Economy**, Vo.14, Iss.3,2002,

YÖRÜK Nevin, Ünsal Ban, “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD) Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı. 30, (Nisan 2006),

ZHAO Mengxin, Kenneth LEHN, “Acquisition Decision, Corporate Governance, and CEO Turnover: Do Bad Bidders Get Fired?”, January 2003,https://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P336_Corporation_Finance.pdf,

DİĞER

Ankara Sanayi Odası, “Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri”, Active Bankacılık Finans Dergisi, Yıl.4, Sayı 19, Temmuz-Ağustos 2001

TÜSİAD Görüşleri Dizisi “Birleşme ve Devralmalar”, No.2, Aralık 1999.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2003.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2004.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2005.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2006.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2007.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2008.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2009.

Erns&Young, Birleşme ve Satın Alma Raporu, Ocak 2010.

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, İleri Düzey Lisanslama Sınav Klavuzları, Analiz Yöntemleri Klavuzu, http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/ETM_kilavuzlar_ileri_analiz_yontemleri.pdf

http://en.wikipedia.org/wiki/Mergers_and_acquisitions